"أفضل كتاب تم تأليفه عن الاستثمار"
– "وارن إي. بافيت"

المستثمر الذكي

الكتاب الشامل حول الاستثمار القائم على مبدأ القيمة

بنيامين جراهام

التمهيد والملحق بقلم "وارن اي. بافيت".
نسخة مزودة بتعليقات جديدة بقلم "جاسون زفايج"



"أفضل كتاب تم تأليفه عن الاستثمار"
—"وارن إي. بافيت"

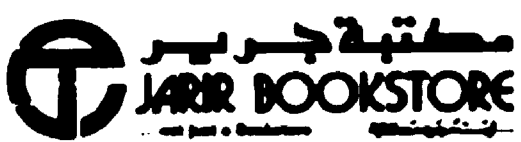
المستثمر الذكي

الكتاب الشامل حول الاستثمار القائم على مبدأ القيمة

بنيامين جراهام

التمهيد والملحق بقلم "وارن إي . بافيت".
نسخة مزودة بتعليقات جديدة بقلم "جاسون زفايج "





للتعرف على فروعنا في
المملكة العربية السعودية - قطر - الكويت - الإمارات العربية المتحدة
نرجو زيارة موقعنا على الإنترنت www.jarirbookstore.com
للمزيد من المعلومات الرجاء مراسلتنا على: jbpublications@jarirbookstore.com

"BY FAR THE BEST BOOK ON INVESTING EVER WRITTEN."
—WARREN BUFFETT

THE INTELLIGENT INVESTOR

تنويه

النص الوارد هنا هو الطبعة الرابعة المنقحة والتي قام بتحديثها "جراهام" منذ 1971-1972 ونشرت لأول مرة عـام 1973. مـن فضـلك انتبـه إلـى أن نـص الـهوامش الأصلية لـ "جراهام" (وقد تم تمييزها في فصوله بأرقام صغيره) موجود في الجزء الذي يحمل عنوان ملاحظات ختامية وبدايته من ص. 579. الهوامش الجديدة التي قـدمها "جاسـون زفـايج" تظـهر بأسـفل صـفحات "جراهام" (وبالخط المستخدم هنا، كإضافات لملاحظات "جراهام" الختامية).

تمهيد للطبعة الرابعة

بقلم / وارن إي. بافيت

لقد قرأت الطبعة الأولى من هذا الكتاب أوائل عام 1950 عندما كنت في التاسعة عشرة من عمري، وظننت آنذاك أنه أفضل كتاب على الإطلاق عن الاستثمار وما زلت عند رأيي فيه.

إن الاستثمار الناجح الذي يستمر مدى الحياة لا يتطلب ذكاءً خارقًا أو قدرات غير عادية أو معلومات داخلية عن الشركة، وإنما يتطلب إطارًا فكريًّا سليمًا لاتخاذ القرارات والحيلولة دون أن تفسده العواطف. وهو بالضبط ما يقدمه لك هذا الكتاب الذي يحدد بوضوح وبمنتهى الدقة معالم هذا الإطار الفكري، وإن كان يتحتم عليك إظهار قدر من الانضباط العاطفي من جانبك.

ومما لا شك فيه أنك إذا سرت على هَدْيِ المبادئ السلوكية والاستثمارية التي يؤيدها "جراهام"وإذا وجهت جل اهتمامك للنصائح التي لا تقدر بثمن التي يتضمنها الفصل الثامن والفصل العشرون فلن تجني سوى أطيب الثمار من استثماراتك (وهو ما يعد بمثابة إنجاز أعظم مما قد يتبادر إلى ذهنك). إن تحقيقك نتائج استثنائية سوف يعتمد على الجهد والفكر اللذين سوف تستعين بهما في استثماراتك، وعلى مقدار الجهالة السائدة في سوق البورصة خلال فترة انخراطك في نشاطك الاستثماري. فكلما ازداد سلوك

سـوق البورصـة سـخفًا زادت الفـرص المتاحـة أمـام المستثمر الذي يسعى لتحقيق النجاح؛ لذلك لا مراء في أنك إذا سرت على خطى جراهام، فسوف تستفيد من تلك الجهالة ولن تكون شريكًا فيها.

لقد كان جراهام بالنسبة لي أكثر من مجرد مؤلف أو معلـم؛ فمـن دون الأشـخاص الـذين عرفتـهم كـان هـو أكثرهم تأثيرًا في حياتي فيما عدا والدي بالطبع. وعقب موت "بن"بفترة وجيزة عام 1976 كتبت كلمة موجزة وفاء لذكراه في صحيفة *Financial Analysts Journal* . وفي أثناء قراءتكم للكتاب أعتقد أنكم سوف تلاحظون بعضًا من تلك الخصال التي ذكرتها تحية ووفاء لذكراه.

بنيامين جراهام

(1894 - 1976)

منذ عدة سنوات مضت، ذكر "جراهام"- الذي كان قد بلغ الثمانين من عمره آنذاك - لأحد أصدقائه أنه ظل يفكر كل يوم في أن "يقوم بعمل أحمق وخلاق وكريم في آن واحد".

إن الإشـارة إلـى هـذا الـهدف الغريب المبدئي عكست موهبته الخاصة في تجميع الأفكار وصياغتها في شكل يتلافى إعطاء أي شعور بأنه يلقي المواعظ أو أن لديه أي نوع من الغرور أو الكِبر، وعلى الرغم من أن أفكاره كانت قوية فإنه عبر عنها بلطف ودماثة خلق.

إن قُراء هذه المجلة في غنى عن الحديث المستفيض

إعادة بلورتها لكي تصبح صالحة لحل بعض المشكلات التي قد تبدو ظاهريًّا غير ذات صلة بهذه المعارف. ولقد كان يجد متعته وسروره في التوصل لهذه الروابط والكشف عنها.

أما الشق الثالث لهدفه أي الكرم؛ فقد فاق في كرمه جميع من حوله؛ فلقد كنت أعرف "بن" معلمًا ورئيسًا في العمل وصديقًا. ولقد اتسمت علاقاته بتلاميذه ومرءوسيه وأصدقائه بسعة الأفق ولقد كان يبذل قسطًا كبيرًا من أفكاره ووقته وروحه لتعزيز هذه العلاقات. فإذا كنت تسعى لأفكار واضحة فستجد غايتك هذه، ولا حاجة بك إلى أن تذهب إلى مكان آخر. وإذا كنت تحتاج للتشجيع أو المشورة فإن "بن" موجود لتقديمها.

لقد تحدث"ولتر ليبمان" عن رجال غرسوا أشجارًا يجلس في ظلها الوارف أشخاص آخرون، ولقد كان "جراهام" واحدًا من هؤلاء الرجال.

أعيدت طباعة هذا المقال من *Financial Analysts Journal* عدد (نوفمبر - ديسمبر) عام 1976.

نبذة عن بنيامين جراهام

بقلم / جاسون زفايج

من بنيامين جراهام؟ ولماذا يجب أن نصغي إليه؟

لم يكن جراهام فقط أحد أعظم المستثمرين على الإطلاق، بل كان أعظم مفكر استثماري على مر العصور؛ فقبل جراهام كان المديرون الماليون يتصرفون كأناس من العصور الوسطى، ويعتمدون إلى حد كبير على الخرافات والتخمينات والطقوس البائدة، ثم جاء كتاب جراهام *Security Analysis* ليبدد هذا الغموض ويحوله إلى مهنة عصرية 1 .

1 تعاون في تأليفه مع "ديفيد دود" ونشر أول مرة في عام 1934.

هذا الكتاب هو أول كتاب يصف، بالنسبة للمستثمرين الفرديين، الإطار العاطفي والأدوات التحليلية اللازمة للنجاح المالي. ويظل هو أفضل كتاب عن الاستثمار تم تأليفه من أجل عامة الناس. إنه أول كتاب قرأته عندما انضممت إلى مجلة فوربس لأعمل صحفيًّا تحت التمرين عام 1987، وقد أدهشتني ثقة جراهام بأنه آجلًا أم عاجلًا يجب أن تواجه كل الأسواق المتجهة نحو الصعود نهاية سيئة. وفي شهر أكتوبر، شهدت الأسواق المالية الأمريكية أسوأ يوم في تاريخها، وشعرت بذهول شديد. (اليوم، بعد ما حدث في أواخر التسعينيات من انتشار للسوق الصاعدة، ثم انهيار السوق الذي بدأ في بداية عام 2000، ستزداد نظرتنا لهذا الكتاب على أنه

مليء بالتوقعات بشكل أكبر من ذي قبل).

لقد اكتسب جراهام الخبرة والتبصر بالأمور بالطريق الشاق؛ فقد جرب بنفسه ألم الخسارة المالية بالإضافة إلى أنه قد قام بدراسة تاريخ الأسواق وسيكولوجيتها لعقود طويلة. وكان بنيامين جراهام قد ولد في 9 مايو عام 1894 في لندن لأب يعمل تاجرًا في الأطباق والتحف الصينية 2 . وقد انتقلت أسرة جراهام إلى مدينة نيويورك وعمره عام واحد. وفي البداية كانت أسرته تعيش حياة ميسورة ولديها خادمة وطاهية ومربية فرنسية وتقطن بشارع فيفث أفينو، ولكن توفي والد "بن" في عام 1903، وسرعان ما تعثرت تجارته وأصبحت الأسرة تعاني الفاقة والعوز. ولقد قامت والدة "بن" بتحويل منزلهم إلى منزل ضيافة، ثم سرعان ما تحطمت أحلام والدته التي كانت قد استدانت بعض المال لتداول الأسهم "بهامش وقاية" مع الانهيار الذي شهده عام 1907. وظل جراهام يتذكر طوال حياته الذل والمهانة اللذين كان يشعر بهما في كل مرة يذهب لسداد شيك عن والدته، حينما كان يسمع موظف الشباك في البنك وهو يردد قائلًا: "هل تساوي دوروثي جراهام خمسة دولارات؟".

2 لقد قامت أسرة (جروسباوم) بتغيير اسمها إلى "جراهام" في أثناء الحرب العالمية الأولى نظرًا لأن الأسماء التي تبدو ألمانية كانت تحيط بها بعض الشكوك.

ومن يُمن الطالع أن جراهام فاز بمنحة دراسية بجامعة

كولومبيا؛ حيث بزغ نجم عبقريته. ولقد تخرج عام 1914 ليحتل المرتبة الثانية على أقرانه. وقبل أن ينهي جراهام عامه الدراسي الأخير، كان هناك ثلاثة أقسام بالجامعة وهي "اللغة الإنجليزية، والفلسفة، والرياضيات" قد طلبت منه الانضمام إليها. وكان عمر جراهام آنذاك لا يتعدى عشرين عامًا.

وبدلًا من العمل في الحقل الأكاديمي، قرر جراهام أن يجرب حظه في بورصة وول ستريت. وبدأ حياته موظفًا في شركة لتداول السندات، وسرعان ما تحول إلى محلل، ثم إلى شريك، وقبل أن تمضي فترة طويلة، كان جراهام يدير شركته الاستثمارية الخاصة.

إن ازدهار صناعة الإنترنت وتدهورها لم يثيرا دهشة "جراهام". ففي أبريل عام 1919، حقق عائدًا بلغ 205 % في أول أيام تداول سهم سافولد تاير الذي كان بمثابة طرح جديد في نشاط السيارات المزدهر، ولكن بحلول شهر أكتوبر تم اتهام الشركة بالتحايل وأصبح سهمها لا يساوي شيئًا.

لقد أصبح جراهام بارعًا في إجراء بحوث في الأسهم تتميز باهتمامها بأدق التفاصيل. في عام 1925، وفي أثناء تفحصه للتقارير الغامضة التي قدمتها شركات البترول إلى لجنة التجارة عبر الولايات المتحدة علم أن شركة نورثرن بايب لاين كو التي كان يتم تداول أسهمها آنذاك بـ 56 دولارًا للسهم تحتفظ بسندات ممتازة تعادل السهم الذي يبلغ سعره 80 دولارًا (قام جراهام بشراء السهم وأجبر مديري الشركة على دفع التوزيعات محققًا

ارتفاعًا في قيمة السهم يصل إلى 110 دولارات بعد ذلك بثلاث سنوات).

وعلى الرغم من الخسائر الفادحة التي وصلت إلى 70 % في أثناء الانهيار العظيم الذي حدث ما بين عامي 1929 و 1932 كُتبت النجاة لـ جراهام وحقق الثراء بعدها؛ حيث حصد الصفقات الرخيصة من بين حطام سوق المضاربة. ولا يتوافر لدينا أي سجل دقيق للعوائد الأولية التي حققها جراهام، ولكن منذ عام 1936 وحتى تقاعده عام 1956 ظلت شركة جراهام نيومان تحقق عائدًا يصل إلى 14.7 % سنويًّا بالمقارنة بـ 12.2 % لسوق الأسهم بأسرها وهو ما يعد أفضل سجل طويل الأمد في تاريخ وول ستريت 3 .

3 كانت شركة جراهام نيومان عبارة عن صندوق مشترك مفتوح رأس المال (انظر الفصل التاسع) كان يديره "جراهام" بالمشاركة مع "نيومان" وهو مستثمر ماهر أيضًا. وطوال تاريخه ظل الصندوق يغلق بابه أمام المستثمرين الجدد. إنني أشعر بالامتنان لـ "ولتر شلوس" لتقديمه البيانات الضرورية لتقييم عوائد شركة جراهام نيومان. ويبدو أن متوسط العائد السنوي الذي يصل إلى 20 % الذي أشار إليه "جراهام" في الخاتمة لم يكن يضع الرسوم الإدارية في الحسبان.

ولكن كيف فعلها جراهام؟ إن جراهام الذي جمع بين القدرات العقلية الاستثنائية والفطرة السليمة والخبرة العريضة قام بتطوير مبادئه الأساسية لكي تصلح لكل مكان وزمان، ومن بينها:

-• إن السهم ليس مجرد رمز أو إشارة إلكترونية، بل هو حصة ملكية في نشاط له قيمة حقيقية لا تعتمد على سعر سهمه.

-• السوق مثل البندول الذي يتأرجح دومًا بين التفاؤل الذي لا أساس له (الذي يجعل الأسهم باهظة الثمن) والتشاؤم الذي لا مبرر له (الذي يجعل الأسهم رخيصة وتباع بثمن بخس). ولكن المستثمر الذكي شخص واقعي يبيع للمتفائلين ويشتري من المتشائمين.

-• إن القيمة المستقبلية لكل استثمار هي وظيفة سعرها الحالي، وكلما ارتفع السعر انخفضت عوائدك.

-• مهما كنت حريصًا فإن المخاطرة الوحيدة التي لا يستطيع أي مستثمر أن يتحاشاها هي ألا يكون على صواب. وفقط عن طريق الإصرار على ما يطلق عليه "جراهام" "هامش الوقاية" أي عدم الإفراط في دفع الأموال، مهما يبدُ الاستثمار مثيرًا يمكنك الحد من فرص وقوعك في الخطأ.

-• إن سر نجاحك المالي يكمن بداخلك، فإذا أصبحت مفكرًا ذا عين ناقدة لا يأخذ "حقائق" وول ستريت على أنها أمر مسلم به، وإذا تحليت بالصبر فيما تقيمه من استثمارات فسوف تستفيد من الفرص المتاحة أمامك حتى في ظل وجود أسوأ أسواق المضاربة على الهبوط. ومن خلال تحليك بالانضباط والإقدام يصبح بوسعك أن ترفض أن يتحكم المزاج المتقلب للآخرين في مستقبلك المالي، وفي النهاية أقول لك إن السلوك الذي تسلكه أنت يكون أكثر أهمية من السلوك الذي تسلكه استثماراتك.

يتمثل هدف هذه الطبعة المنقحة من هذا الكتاب في تطبيق أفكار جراهام على الأسواق المالية الحالية بدون المساس بالنص الأصلي (باستثناء الحاشية؛ وذلك بغرض التوضيح 4) وبعد كل فصل من فصول كتاب جراهام سوف تجد تعليقًا جديدًا. ولقد وضعت في الخطوط الإرشادية للقراء أمثلة حديثة توضح لأي مدى تنطبق مبادئ جراهام على ما يحدث في السوق في وقتنا الحالي.

4 إن النص الوارد هنا هو الطبعة الرابعة المنقحة التي قام "جراهام" بتحديثها بين عامي 1971 و1972 ونشرت لأول مرة عام 1973.

إن الحسد ليملأ قلبي لما سوف تشعرون به من إثارة وتبصر عند قراءتكم هذه التحفة التي كتبها جراهام لأول مرة، أو حتى عندما تقرءونها للمرة الثالثة أو الرابعة. فمثل جميع الأعمال الكلاسيكية، فإن عمل جراهام يغير نظرتنا إلى العالم، ويجدد نفسه من خلال تثقيفه لنا. وكلما قرأت الكتاب زادت متعتك، وإذا ما اتخذت من جراهام مرشدًا ودليلًا، فسوف تصبح ولا شك مستثمرًا أكثر ذكاءً.

مقدمة

الأهداف المرجوة من هذا الكتاب

يتمثل هدف هذا الكتاب في وضع خطوط إرشادية على نحو يتلاءم مع الشخص العادي لاتباع سياسة استثمارية وتنفيذها. وبالمقارنة بمحتويات الكتاب لن نخوض في هذا المقام في الحديث باستفاضة عن تحليل الأوراق المالية، بل سنولي جل اهتمامنا للمبادئ الاستثمارية ومواقف المستثمرين. وسوف نتعرض لعدد من المقارنات الموجزة لأوراق مالية بعينها في صورة ثنائيات من الشركات تظهر جنبًا إلى جنب على قائمة بورصة نيويورك؛ وذلك لتوضيح العناصر المهمة لاختيار الأسهم العادية بأسلوب واقعي.

وسوف نخصص مساحة كبيرة للحديث عن الأنماط التاريخية للأسواق المالية التي تعود في بعض الحالات إلى عقود عديدة. ولكي ينجح المرء في استثمار أمواله على نحو يتسم بالذكاء في الأوراق المالية عليه أن يتسلح بقدر كافٍ من المعرفة بأسلوب تحرك الأنواع المختلفة من الأسهم والسندات في ظل مختلف الظروف التي قد يصادفها البعض في حياتهم مرة أخرى. وما من عبارة تنطبق أشد ما تنطبق على وول ستريت وعلى نحو صادق مثل التحذير الشهير الذي أطلقه "سانتايانا" حين قال: "من لا يذكر الماضي فهو محكوم عليه بتكراره".

نحن نوجه كتابنا هذا إلى المستثمرين الذين يختلفون

عـن المضـاربين؛ لـذلك تتمثـل مـهمتنا الأسـاسية فـي توضيح هذا الفارق الذي طواه النسيان وتأكيده. ولكننا نـود أن نوضـح فـي البـداية أن هـذا الكتـاب ليس من نوعية الكتب التي تخبرك كيف "تكسب مليون دولار"؛ فلا توجد سبل سهلة يسيرة لتحقيق الثراء في وول سـتريت ولا فـي أي مكـان آخـر غيره! وقد يكون من الأفضـل أن نوضـح بعضًا من النقاط سالفة الذكر من خلال تقديم لمحة عن التاريخ المالي، خاصة أن هناك دروسًا شـتى يمكـن الاسـتفادة منـها؛ ففـي عـام 1929 المتقلـب أثنـى " جـون جيه. راسكوب" وهـو شـخصية معروفـة علـى المسـتوى القومـي وعلـى مستوى وول سـتريت ثنـاءً شديدًا على نِعم ومزايا الرأسمالية في مقال نشر في صحيفة *Ladies Home Journal* بعنوان " ينبغي أن يحقق الجميع الثراء" Every Body Ought to Be Rich " [5]

وقامت فرضية المقال على أن ادخار 15" دولارًا فقط كل شهر تستثمر في الأسهم العادية الجيدة وإعادة استثمار التوزيعات سوف يدر ما قيمته 80 ألف دولار فـي غضـون عشـرين عـامًا بالمقارنة بمساهمات إجمالية تقدر بـ 3600 دولار فقط. ولكن لو أن إمبراطور جنرال موتورز على حق لكان هذا بالتأكيد أسهل طريق نحو تحقيق الثراء. ولكن إلى أي مدى أصاب الرجل كبد الحقيقة؟ إن حساباتنا المبدئية القائمة على افتراض استثمار الأموال في الأسهم الثلاثين التي يتألف منها مؤشـر داو جـونز تشـير إلـى أنه إذا كـان قد تم اتباع نصيحة "راسكوب" في الفترة ما بين 1929، و 1948 فإن حيازة المستثمر في بداية عام 1949 كانت ستبلغ قيمتها 8500 دولار، وهو مبلغ أقل بكثير من مبلغ 80

ألف دولار الذي وعد ذلك الرجل العظيم بتحقيقه، ويوضح أيضًا ضرورة عدم التعويل كثيرًا على مثل هذه التنبؤات التي تبالغ في التفاؤل ولكن بعيدًا عن هذه الحقيقة تجدر الإشارة إلى أن الاستثمار خلال فترة عشرين عامًا كان سيحقق عائدًا أفضل من نسبة الـ 8% المركبة سنويًا وذلك على الرغم من حقيقة أن المستثمر كان سيبدأ عمليات الشراء بأسهم داو جونز وهي عند 300 نقطة، وينتهي به المطاف عند التقييم القائم على مستوى إغلاق عام 1948 الذي وصل إلى 177 نقطة. وقد يكون هذا السجل مؤيدًا للرأي القائل بضرورة القيام بعمليات شراء شهرية منتظمة للأسهم العادية القوية خلال الأوقات الجيدة أو العصيبة، وهذا البرنامج يطلق عليه اسم "توسيط التكلفة".

5 كان "راسكوب" (1879- 1950) مدير شركة دو بونت العملاقة التي تعمل في مجال الكيماويات ورئيس اللجنة المالية بشركة جنرال موتورز. وكان الرئيس القومي للحزب الديمقراطي، وكان أيضًا القوة الدافعة وراء إقامة ناطحة السحاب الإمبايرستيت. إن الحسابات التي قام بها أستاذ المالية "جيرمي سيجل" تؤكد أن خطة راسكوب كانت ستحقق عائدًا أقل من 9000 دولار بعد عشرين عامًا، على الرغم من أن التضخم كان سيلتهم جانبًا كبيرًا من هذه الأرباح. وللاطلاع على آراء "راسكوب" الخاصة بالاستثمار طويل الأجل في الأسهم، انظر المقال الذي كتبه المستشار المالي "ويليام بيرنشيتن" على موقع.
WWW.efficientfrontier. com/ef/197/raskob.htm

ونظرًا لأن كتابنا ليس موجهًا للمضاربين فهو لا يهم الذين يقومون بعمليات التداول في البورصة؛ فهؤلاء يسترشدون غالبًا بالرسوم البيانية أو أي أساليب ميكانيكية أخرى تحدد لهم التوقيت الصحيح للبيع أو الشراء. إن المبدأ الوحيد الذي ينطبق على جميع هذه "الأساليب الفنية" المزعومة هو ضرورة الشراء لأن السهم أو السوق في ارتفاع، أو البيع لأن السهم أو السوق في انخفاض. وهذا بالتحديد نقيض الفطرة السليمة لإقامة الأعمال، ولن يؤدي في أغلب الأحيان إلى تحقيق النجاح الدائم في وول ستريت. وعلى ضوء ملاحظتنا وخبرتنا في مجال البورصة التي تمتد إلى خمسين عامًا لم نسمع عن شخص واحد استطاع كسب المال باستمرار أو بصورة دائمة من خلال "اتباع خطى السوق"؛ لذلك نحن لا نتردد في أن نعلنها صراحة بأن هذا الأسلوب ينطوي على مغالطة تعادل في حجمها حجم انتشار ذلك الأسلوب ذاته. ولسوف نوضح ما سبق أن قلناه للتو وإن كان هذا يجب ألا يؤخذ على أنه بمثابة دليل وذلك من خلال مناقشة موجزة لنظرية "داو" الشهيرة الخاصة بتداول الأسهم في البورصة 6 ".

6 تتكون "مناقشة جراهام الموجزة" من جزأين، سنتناولهما لاحقًا، ولمزيد من التفاصيل حول نظرية داو، انظر موقع http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html .

منذ نشر هذا الكتاب عام 1949 توالت المراجعات التي أجريت له على فترات بلغت كل فترة منها خمس

سنوات. وفي أثناء تحديثنا للطبعة الحالية تعاملنا مع عدد من التطورات الجديدة التي طرأت منذ إصدار طبعة عام 1965، ومن بينها:

1 - 1. ارتفاع غير مسبوق لسعر فائدة السندات الممتازة.

2 - 2. انخفاض نسبة 35% في سعر الأسهم العادية البارزة انتهى في مايو عام 1970. وكانت هذه أعلى نسبة انخفاض خلال ثلاثين عامًا تقريبًا (وهناك إصدارات منخفضة الجودة لا حصر لها تقلصت قيمتها كثيرًا عن ذلك).

3 - 3. تضخم مستمر في تجارة الجملة وأسعار المستهلك اكتسبت مزيدًا من الزخم حتى في ظل التدهور العام في عالم المشروعات الذي شهده عام 1970.

4 - 4. التطور السريع في "تكتلات الشركات" وعمليات منح حقوق الامتياز، وغيرهما من البدع الأخرى في مجال الأعمال والتمويل (ولقد تضمنت تلك البدع أساليب خداعية مثل "الورقة المالية غير المسجلة" وانتشار صكوك خيارات الأسهم، والأسماء المضللة والاستعانة بالبنوك الأجنبية وغيرها) 7 ... .

7 تقوم الصناديق المشتركة بشراء "أوراق مالية غير مسجلة" عن طريق صفقات خاصة، ثم تعيد تقييمها بأسعار عامة مرتفعة، وهذا الأسلوب جعل مثل هذه الصناديق تسجل عوائد مرتفعة لا أساس لها خلال فترة منتصف الستينيات. ولكن قامت هيئة الأسواق والأوراق

المالية باتخاذ إجراءات مشددة ضد تلك الممارسات في عام 1969، ولم تعد تمثل منذ ذلك الحين أي مصدر قلق للمستثمرين في الصناديق المشتركة. تم تناول صكوك خيارات الأسهم في الفصل السادس عشر.

5 - 5. إفلاس كبرى شركات السكك الحديدية وظهور الديون القصيرة والطويلة الأجل الزائدة على الحد للشركات التي كانت تتمتع بالقوة فيما مضى، بل وظهور مشكلة الملاءمة بين مؤسسات وول ستريت 8 .

8 إن شركة بن سنترال ترانسبورتيشن التي كانت أضخم شركة نقل في الولايات المتحدة آنذاك قد أشهرت إفلاسها في 21 يونيو عام 1970؛ مما أصاب المستثمرين بصدمة، فهم لم يتوقعوا إخفاق مثل هذه الشركة العملاقة. من الشركات التي كانت تعاني الديون "الزائدة " التي كان "جراهام" يفكر فيها شركة لينج تيمكو فوت وناشيونال جنرال كورب. لقد ظهرت "مشكلة الملاءمة" في وول ستريت في الفترة ما بين 1968 و 1971 ؛ وذلك عندما أفلس عدد من مؤسسات السمسرة التي لها مكانة عالية.

6 - 6. ظهور موضة "الأداء" في إدارة صناديق الاستثمار ومن بينها بعض صناديق الاستثمار التي تتولى إدارتها البنوك، والتي حققت نتائج مخيبة للآمال.

إن هذه الظواهر سوف تحظى بنظرة متأنية من جانبنا، وسوف يتطلب بعض منها تغيير النتائج وتأكيد ما

توصلنا إليه في طبعتنا السابقة. إن المبادئ الأساسية للاستثمار الجيد والسليم لا ينبغي أن تتغير من عقد لآخر، ولكن ينبغي أن يتلاءم تطبيق تلك المبادئ مع التغيرات المهمة في الآليات والمناخ المالي.

ولقد تعرضت الجملة الأخيرة للاختبار في أثناء كتابة النسخة الحالية التي أنهيت المسودة الأولى منها في يناير عام 1971. ولقد كان مؤشر داو جونز للشركات الصناعية يتعافى آنذاك من الانخفاض الذي تعرض له؛ حيث وصل إلى 632 نقطة، ولكنه كان يتجه في عام 1971 نحو الارتفاع إلى 951 نقطة وسط موجة عامة من التفاؤل. ومع انتهائنا من المسودة الأخيرة في نوفمبر عام 1971 كانت السوق تقف على أعتاب انخفاض جديد حاملة المؤشر إلى 797 نقطة وسط شعور بالقلق إزاء المستقبل. ولكننا لم نسمح لتلك التقلبات بتغيير موقفنا العام من السياسة الاستثمارية التي ظلت كما هي دون تغيير منذ الطبعة الأولى من هذا الكتاب عام 1949.

إن حجم تقلص السوق بين عامي 1969 و 1970 أسهم في تبديد الوهم الذي بدأ ينتشر منذ عقدين، وهو أن الأسهم العادية البارزة يمكن شراؤها في أي وقت وبأي سعر مع ضمان ليس فقط تحقيق الربح في النهاية، بل تحويل أية خسارة عرضية أيضًا تحدث في أثناء ذلك إلى ربح مع تجدد ارتفاع السوق إلى مستويات جديدة، ولكن كان هذا حلمًا أجمل من أن يتحقق على أرض الواقع! فبعد فترة طويلة عادت سوق الأسهم إلى "وضعها الطبيعي". بمعنى أنه ينبغي على المضاربين

وعلى المستثمرين أن يستعدوا من جديد لأن يشهدوا انخفاضات وارتفاعات ملحوظة ومطولة في قيمة حيازاتهم.

أما في مجال العديد من الأسهم الثانوية والمتدنية القيمة، خاصة أسهم المشروعات التي تم طرحها للاكتتاب العام مؤخرًا فإن تأثير الانهيار الذي شهدته السوق مؤخرًا، كان مأساويًا. وما حدث لا يعد أمرًا جديدًا في حد ذاته؛ فقد حدث بدرجة مشابهة في عامي 1961 و 1962 ولكن أصبح هناك عنصر جديد هو حقيقة أن العديد من الصناديق الاستثمارية أصبحت لديها التزامات ضخمة بإصدارات شديدة المضاربة ومبالغ في قيمتها بشكل واضح. من الواضح أنه ليس المبتدئ فقط هو من يحتاج إلى تحذير من حقيقة أنه في الوقت الذي قد يكون فيه الحماس ضروريًا من أجل تحقيق إنجازات عظمى في مجالات أخرى إلا أنه في وول ستريت قد يؤدي إلى كوارث.

إن الموضوع الرئيسي الذي ينبغي أن نتعامل معه ينبع من الارتفاع الهائل في أسعار الفائدة على السندات الممتازة. ومنذ أواخر عام 1967 أصبح المستثمر قادرًا على الحصول على ما يزيد على ضعف الدخل من مثل هذه السندات عما كان يحصل عليه من توزيعات الأسهم العادية المنتقاة؛ ففي بداية عام 1972 كان عائد السندات الممتازة 7.19% في مقابل 2.76% للأسهم الصناعية (هذا بالمقارنة بـ 4.40% و 2.92% على التوالي في نهاية 1964). ومن الصعوبة بمكان أن ندرك أنه عندما قمنا بتأليف هذا الكتاب لأول مرة عام 1949

كانت الأرقام على النقيض من ذلك تمامًا: حيث حققت السندات عائدًا يصل إلى 2.66% وكان مبلغ عائد الأسهم 6.82%. ولقد كنا نؤكد دائمًا؛ في الطبعات السابقة من الكتاب ضرورة تخصيص نسبة 25% من حافظة المستثمر المحافظ على الأقل للأسهم العادية، وإن كنا نفضل بصفة عامة تقسيم الحافظة مناصفة بين الأسهم والسندات. ولكن ينبغي علينا أن نقرر ما إذا كان من الأفضل على ضوء المزايا الجيدة لعوائد السندات التي تفوق عوائد الأسهم أن نفكر في سياسة تعتمد على السندات بصورة كلية حتى تعود العلاقة بين عوائد السندات والأسهم إلى منطقها السابق وهو ما نتوقع حدوثه في المستقبل. ومن الطبيعي أن يكون موضوع التضخم المستمر له أهميته للوصول إلى القرار الصائب في هذا الأمر؛ لذلك سوف نخصص فصلًا بأسره لهذه المناقشة 9 .

9 انظر الفصل الثاني. اعتبارًا من بداية عام 2003، بلغ عائد سندات الخزانة الأمريكية المستحقة في غضون 10 سنوات 3.8% في حين بلغ عائد الأسهم (طبقًا لمؤشر داو جونز الصناعي) 1.9% (لاحظ أن العلاقة لا تختلف تمام الاختلاف عن أرقام 1964 التي استعان بها "جراهام"). لقد ظل الدخل الذي تدره السندات الممتازة ينخفض باطراد منذ عام 1981.

فيما مضي كان هناك اختلاف أساسي بين نوعين من المستثمرين الذين يخاطبهم هذا الكتاب المستثمر "الدفاعي" و "الجريء أو المغامر"؛ فالمستثمر الدفاعي (السلبي) سوف يركز على تلافي الوقوع في أخطاء

جسيمة أو تكبد خسائر فادحة. أما هدفه الثاني فيتمثل في تجنب بذل الجهد، والمضايقة والحاجة إلى اتخاذ قرارات مستمرة. أما الصفة المميزة للمستثمر المغامر (النشط والهجومي) فهي استعداده لتخصيص الوقت والاهتمام لاختيار الأوراق المالية الصحيحة والأكثر جاذبية عن الأوراق متوسطة المستوى. وبوسع المستثمر الجريء خلال عدة عقود الحصول على مكافأة مجزية مقابل مهاراته وجهده الإضافي، وذلك في صورة عوائد فوق المتوسط تفوق تلك التي يحصل عليها المستثمر السلبي. ولكن تساورنا الشكوك في أن المستثمر النشط سوف يحصل على مبلغ إضافي يكون بمثابة تعويض في ظل الظروف الحالية. ولكن قد يختلف الأمر في العام القادم أو خلال الأعوام التي تليه؛ لذلك سوف نعير المزيد من الاهتمام للإمكانات الخاصة بالاستثمار النشط؛ حيث إنها كانت موجودة من قبل في فترات سابقة، ومن المحتمل أن تعود مرة أخرى.

لقد كانت وجهة النظر السائدة لفترة طويلة هي أن فن الاستثمار الناجح إنما تقوم دعائمه على اختيار المجالات الصناعية التي من المحتمل أن تحقق نموًّا متزايدًا في المستقبل، ثم تحديد الشركات الواعدة أكثر من غيرها في تلك المجالات. على سبيل المثال كان أي مستثمر ذكي أو أي من مستشاريه الأذكياء سيدرك منذ فترة طويلة إمكانات النمو العظيمة التي تتوافر في صناعة الكمبيوتر ككل وفي شركة إنترناشيونال بيزنس ماشينز بصفة خاصة. وبالمثل بالنسبة لعدد من صناعات

النمو وشركات النمو الأخرى. ولكن هذا ليس أمرًا سهلًا في حينه، ولكنه يبدو كذلك فيما بعد. ولتوضيح هذه النقطة في البداية دعونا نُضِفْ فقرة وضعناها لأول مرة في طبعة 1949 من هذا الكتاب:

إن مثل هذا المستثمر يكون قد اشترى أسهم نقل جوي لاعتقاده أن مستقبلها سوف يكون أفضل مما يعكسه اتجاه السوق بالفعل، ولهذه الفئة من المستثمرين سوف تكمن قيمة كتابنا في تحذيراته من الفخاخ التي قد ينصبها أتباع مثل هذا الأسلوب الاستثماري القائم على اختيـار السهم المفضل، أكثر من اتباع أسلوب سوف يعينه على السير في طريقه . 10

10 لقد كانت "أسهم النقل الجوي" مصدرًا لقدر هائل من الاهتمام في أواخر الأربعينيات وأوائل الخمسينيات، كما أصبحت أسهم الإنترنت بعد نصف قرن. ومن بين صناديق الاستثمار الساخنة صندوق إيرونتيكال للأوراق المالية وصندوق ميسيالز روكيتس آند أتوميشن. ولكن اتضـح أن تلـك الصـناديق، مثـل الأسـهم التـي تمتلكها، كانت كارثة استثمارية. ومن الحقائق المعروفة اليوم أن الأرباح التراكمية لصناعة الطيران طوال تاريخها ظلت سلبية. إن الدرس الذي يلمح إليه "جراهام" ليس ضرورة تجنـب شـراء أسـهم الطـيران، ولكـن ضـرورة عـدم الاسـتسلام للشعور "بالثقة" التامة من أن أية صناعة سوف تتفوق على غيرها في المستقبل.

ولقد ثبت أن العشرات في هذه الصناعة سالفة الذكر شديدة الخطورة بصفة خاصة. ومما لا شك فيه أنه كان

من اليسير التنبؤ بزيادة نمو حجم الطيران الجوي بمرور السنين، ونظرًا لوجود هذا العنصر أصبحت أسهمها تمثل الاختيار المفضل لصناديق الاستثمار. ولكن على الرغم من زيادة العوائد بسرعة فاقت ما يتحقق في مجال صناعة الكمبيوتر فإن عددًا من المشكلات التكنولوجية والتوسع المفرط في الملاءمة أدى إلى تقلبات شديدة ومدمرة في أرقام الأرباح. وفي عام 1970، وعلى الرغم من ارتفاع أرقام النقل فقد كبدت شركات الطيران حملة أسهمها خسارة بلغت 200 مليون دولار. (ولقد تكبدت خسائر أيضًا في عامي 1945 و1961). ولقد هبطت قيمة أسهم هذه الشركات مجددًا في عامي 1969، 1970 عن باقي أسهم السوق. إن التاريخ يثبت أنه حتى الخبراء الذين يحصلون على رواتب مرتفعة من صناديق الاستثمار كانوا مخطئين تمامًا بشأن المستقبل القريب لتلك الصناعة الكبرى المعروفة.

ومن ناحية أخرى، ففي الوقت الذي أقامت فيه الصناديق استثمارات هائلة وحصلت على أرباح هائلة من شركة آي بي إم فإن المزيج الذي يجمع بين السعر المرتفع واستحالة التيقن من معدل نمو الشركة في المستقبل منع الصناديق من وضع ما يزيد على 3% من أموالها في تلك الشركة ذات الأداء الرائع. وبالتالي فإن تأثير هذا الاختيار الممتاز لم يكن واضحًا على النتائج الكلية للصناديق. وفضلًا عن ذلك، فإن العديد من استثماراتها الأخرى إن لم يكن أغلبها في شركات الكمبيوتر بخلاف آي بي إم كانت فيما يبدو غير مربحة. ومن هذين المثالين يتعلم قراؤنا درسين مفيدين وهما:

1 - 1. إن الاحتمالات الواضحة لتحقيق نمو ملموس في النشاط لا تترجم إلى أرباح واضحة بالنسبة للمستثمرين.

2 - 2. ليس لدى الخبراء أساليب يعتمدون عليها للاختيار والتركيز على الشركات الواعدة في غالبية الصناعات الواعدة أيضًا.

إن مؤلف الكتاب لم يتبع هذا الأسلوب خلال حياته المهنية، كمدير مالي؛ لذلك فهو لا يستطيع تقديم أية مشورة خاصة أو تشجيع لمن يرغب في تجربته.

إذن ما الهدف الذي نسعى إلى تحقيقه من خلال هذا الكتاب؟ يتمثل هدفنا الرئيسي في توفير الإرشاد للقارئ بعيدًا عن المجالات التي يمكن ارتكاب الأخطاء فيها ومساعدتهم على تطوير السياسات التي توفر لهم الشعور بالراحة. وسوف نتكلم فيما يلي عن الطبيعة النفسية للمستثمرين؛ فمما لا شك فيه أن المشكلة الرئيسية للمستثمر بل وأسوأ أعدائه كذلك هي نفسه ("إن الخطأ عزيزي المستثمر لا يكمن في الحظ ولا في الأسهم وإنما يكمن في أنفسنا..."). ولقد ثبتت صحة هذه المقولة خلال العقود الأخيرة؛ حيث أصبح من الضروري بالنسبة للمستثمرين المتحفظين الحصول على الأسهم العادية؛ مما يجعلهم يعرضون أنفسهم للإثارة والإغراء اللذين تموج بهما سوق الأسهم. ونحن نأمل من خلال الآراء والأمثلة والنصح والتحذير مساعدة قرائنا على اتخاذ المواقف العقلية والعاطفية الملائمة تجاه قراراتهم الاستثمارية. لقد شاهدنا قدرًا

هائلاً من الثروات يجمعها "أشخاص عاديون" استطاعوا الحفاظ عليها؛ وذلك لأنهم كانوا مناسبين من الناحية العقلية والعاطفية لعملية الاستثمار أكثر ممن يفتقرون لهذه الصفة على الرغم من معرفتهم الموسعة بالمال والمحاسبة وسوق البورصة.

وفضلًا عن ذلك فنحن نأمل في أن نزرع داخل القارئ القدرة على القياس أو معرفة الكم. فيمكننا أن نقول إن تسعة وتسعين بالمائة من الإصدارات تكون عند سعر معين رخيصة بدرجة تكفي لشرائها، وعند سعر آخر تكون باهظة بدرجة تتطلب القيام ببيعها. إن عادة الربط بين ما يُدفعَ وما يتم عرضه تعد من الخصال التي لا تقدر بثمن في عالم الاستثمار. وفي مقال نشر في مجلة نسائية نصحنا قراءنا بشراء الأسهم كما يشترون الخضراوات وليس كما يشترون العطور. إن الخسائر الفادحة التي وقعت خلال السنوات القليلة الماضية (وفي العديد من المناسبات الأخرى المماثلة) في إصدارات الأسهم العادية كانت بسبب نسيان المشتري أن يسأل "كم الثمن؟".

وفي يونيو عام 1970 كان من السهل الإجابة عن سؤال "كم الثمن؟" بالرقم السحري 9.40% عائد عمليات الاكتتاب العام. ولكن انخفضت هذه النسبة الآن إلى 7.3% ولكن حتى مثل هذا العائد يغرينا أن نسأل: "لماذا نعطي أية إجابة أخرى؟"، ولكن هناك إجابات أخرى محتملة يمكن إعطاؤها، ولكن ينبغي التفكير فيها مليًّا. وفضلًا عن ذلك فنحن نكرر أنه يتحتم علينا وعلى قرائنا أن نستعد مسبقًا لإمكانية وجود ظروف مختلفة

كما كان في الفترة ما بين عامي 1973 و 1977.

لذلك سوف نقدِّم ببعض التفصيل برنامجًا إيجابيًّا للاستثمار في الأسهم العادية الذي يناسب جزء منه كلتا الفئتين من المستثمرين، أما الجزء الآخر فموجه بصفة خاصة نحو مجموعة المستثمرين المغامرين. ومما هو غريب في الأمر أننا سوف نقترح كأحد شروطنا الأساسية أن يقصر قراؤنا تعاملاتهم على الإصدارات التي تباع بما لا يفوق قيمة أصولها الملموسة؛ 11 يرجع سبب هذه النصيحة التي تبدو قديمة الطراز إلى جوانب عملية ونفسية مهمة؛ فلقد علمتنا التجربة أنه في الوقت الذي يوجد فيه العديد من شركات النمو الجيدة التي تستحق تقييمًا يفوق صافي أصولها بعدة مرات فإنه في هذه الحالة سوف يعتمد مشتري مثل هذه الأسهم على تقلبات سوق البورصة. وعلى النقيض من ذلك، فإن المستثمر في أسهم شركات المرافق العامة على سبيل المثال والتي يكون سعرها يساوي قيمة صافي الأصول يستطيع دائمًا أن يعتبر نفسه مالك حصة في نشاط سليم وموسع بسعر معقول بغض النظر عما قد تقوله السوق والذي قد يتناقض مع ذلك. إن النتيجة النهائية لمثل هذه السياسة المتحفظة قد تؤتي ثمارًا أفضل من تلك المغامرات التي تفترض الربح المضمون والتي دائمًا ما تكون محفوفة بالمخاطر.

11 إن الأصول الملموسة تتضمن الممتلكات المادية للشركة (مثل العقارات والمصانع والمعدات والمخزون) فضلًا عن ذلك موازينها المالية (مثل النقد، والاستثمارات قصيرة الأجل والحسابات المدينة). ومن

بـين العناصـر التـي لـم يتـم إدراجـها ضـمن الأصـول الملموسة الأسماء التجارية وحقوق الطباعة وبراءات الاختراعــات، وحقــوق الامتيــاز والشــهرة التجاريــة والعلامـات التجاريـة. لمعرفـة كيفيـة احتسـاب قيمـة الأصول الملموسة انظر الحاشية صفحة 220.

إن فن الاستثمار يتسم بخاصية لم تُقدر حق قدرها؛ حيث يمكن للمستثمر العادي أن يحقق نتيجة حقيقية وعاديـة بـأقل جـهد وقـدرة ممكنـين؛ ولكـن لتحسـين مسـتوى هـذا المعيـار الـذي يسـهل تطبيقـه فإن الأمـر يتطلـب الكثـير مـن التطبيق وأكثـر من مجـرد مسحة حكمـة. فـإذا كنـت فقـط تحـاول أن تجعل للقليـل من المعرفــة الإضــافية والمـهارة تــأثيرًا فــي برنــامجك الاستثماري فسوف تجد نفسك بدلًا من أن تحقق ما هو أفضل من مجرد نتائج طبيعية قد أخفقت وكان أداؤك سيئًا.

وطالما أن أي شخص بمجرد شراء قائمة مختارة من الأسهم والاحتفاظ بها بوسعه أن يجعل مستوى أدائه مساويًا لمستوى أداء متوسطات السوق، فإنه يصبح من السهل "التغلب على المتوسطات"؛ ولكن في حقيقة الأمر فإن نسبة الأشخاص الأذكياء الذين جربوا هذا الأسلوب وأخفقوا فيه بدرجة كبيرة تبعث على الدهشة. وحتى غالبية صناديق الاستثمار بما فيها من موظفين ذوي خبرة لم يكن أداؤها جيدًا عبر السنين مثلما كان أداء السـوق العـام. ومما يؤكـد مـا سـبق سـجل التنبـؤات المنشـورة لمؤسـسات السـمسرة بسـوق الأسهم؛ حيث يوجد دليل قوي على أن تنبؤاتها المحسوبة لا يمكن

الوثوق بها بقدر ما يمكن الوثوق بنتيجة التنبؤ بسقوط عملة معدنية على أحد وجهيها.

لقد راعينا في أثناء قيامنا بتأليف هذا الكتاب تأكيد ضرورة وضع هذا الشرك الاستثماري في الحسبان. وأكدنا كذلك على مزايا اتباع سياسة قائمة على الاحتفاظ بمحفظة مالية بسيطة مثل شراء سندات ممتازة إلى جانب قائمة منوعة من الأسهم العادية البارزة والتي يستطيع أي مستثمر أن ينفذها بقليل من المساعدة من جانب الخبراء. إن المغامرة بعيدًا عن هذه الظروف الآمنة والصحيحة تكون محفوفة بالمخاطر والصعوبات، خاصة فيما يتعلق بالميول والأمزجة. وقبل أن يحاول المستثمر القيام بهذه المحاولة عليه أولًا أن يثق بنفسه وبمستشاريه، خاصة فيما يتعلق بما إذا كان لديهم مفهوم واضح للفرق بين الاستثمار والمضاربة، وبين سعر السوق والقيمة الأساسية.

إن اتباع أسلوب استثماري قوي وثابت يعتمد على مبدأ هامش الوقاية سوف يؤتي ثمارًا طيبة بالتأكيد، ولكن اتخاذ قرار بمحاولة نيل هذه المكافآت من خلال اتباع أسلوب جريء بعيدًا عن الثمار الأكيدة لأسلوب الاستثمار الدفاعي يتطلب وقفة مع النفس أولًا.

فكرة نهائية أخرى وهي أنه عندما دخل مؤلفنا في شبابه وول ستريت في يونيو عام 1914 لم تكن لدى أحد أدنى فكرة عما قد يحمله معه نصف القرن القادم (بل لم تكن لدى سوق الأسهم أدنى فكرة عن أن حربًا عالمية توشك أن تندلع خلال شهرين وسوف تؤدي إلى

إغلاق سوق بورصة نيويورك). والآن في عام 1972 نجد أنفسنا أكثر الدول ثراءً وقوة، ولكننا وقعنا فريسة لجميع أنواع المشكلات الضخمة وأصبحنا نتوجس خيفة من المستقبل أكثر من شعورنا بالثقة حياله. ولكن إذا قصرنا اهتمامنا على تجربة الاستثمار الأمريكية فإنه يمكننا التماس بعض الراحة من السبعة والخمسين عامًا الماضية؛ فخلال تقلباتها وبقدر ما كانت شديدة الاضطراب وغير متوقعة، ولكن تظل هناك حقيقة واحدة وهي أن مبادئ الاستثمار السليمة والصحيحة تحقق نتائج جيدة؛ لذلك ينبغي علينا مواصلة افتراض أنها سوف تستثمر في أن تفعل ذلك.

ملحوظة للقارئ: إن هذا الكتاب ليس عن السياسة المالية الشاملة التي يجب أن يتبعها المدخرون والمستثمرون، وإنما هو يتناول بالحديث ذلك الجزء من أموالهم الذي لديهم استعداد لاستثماره في الأوراق المالية القابلة للتداول (أو التي يمكن استدعاؤها) أي في السندات والأسهم؛ لذلك لا نتحدث عن أوعية الاستثمار الأخرى مثل المدخرات والودائع والحسابات المتعلقة بالادخار والقروض والتأمين على الحياة وسندات الدفعات السنوية لمدى الحياة والرهن العقاري وحقوق المساهمين. وعلى القارئ أن يضع في الحسبان أنه عندما يجد كلمة "الآن" أو ما يعادلها في النص فهذا يشير إلى أواخر عام 1971 وأوائل عام 1972.

تعليق على المقدمة

إذا أقمت قلاعك في الهواء فلا ينبغي أن يذهب جهدك سدى؛ فهذا هو مكانها الطبيعي، وكل ما عليك الآن هو أن ترسي قواعدها.

ـ والدن هنري ديفيد ثورو

عليك ملاحظة أن "جراهام" أعلن منذ البداية أن هذا الكتاب لن يخبرك كيف تسيطر على السوق، وليس هناك كتاب صادق يستطيع أن يفعل ذلك.

ولكن بدلًا من ذلك سوف يعلمك الكتاب ثلاثة دروس قوية:

- • كيف يمكنك الحد من فرص تكبدك خسائر فادحة؟
- • كيف يمكنك تعظيم فرص تحقيقك لأرباح هائلة؟
- • كيف يمكنك إحكام سيطرتك على التصرفات التي تتسبب في الإخفاق وتحول دون استفادة المستثمرين من قدراتهم بصورة كاملة؟

في أثناء سنوات الازدهار التي شهدتها أواخر التسعينيات عندما كان يبدو أن قيمة أسهم التكنولوجيا تتضاعف باستمرار كل يوم، كان يبدو مفهوم خسارتك لأموالك أمرًا سخيفًا. ولكن بحلول نهاية عام 2002 فقد العديد من أسهم شركات الإنترنت والاتصالات 95% من قيمتها أو أكثر. وما إن تفقد 95% من أموالك حتى يصبح لزامًا عليك أن تحقق ربحًا يصل إلى 1.900 % فقط لكي تعود إلى النقطة التي بدأت منها [2]. إن

تحمل مخاطرة حمقاء قد يجعلك تسقط في هوة يستحيل عليك الخروج منها؛ لهذا يؤكد "جراهام" دائمًا ضرورة تجنب الخسائر ليس فقط في الفصول السادس، والرابع عشر، والعشرين ولكن في الكتاب بأسره.

12 لتوضيح هذه الجملة فكر في عدد المرات التي يمكنك أن تشتري فيها سهمًا بـ 30 دولارًا ويمكنك بيعه بـ 600 دولار.

ومهما كنت حذرًا فسوف ينخفض سعر استثماراتك من آن لآخر وفي الوقت الذي لا يستطيع أحد القضاء فيه على تلك المخاطرة، سوف يخبرك "جراهام" كيف تتعامل معها وكيف تسيطر على مخاوفك.

هل أنت مستثمر ذكي؟

والآن دعنا نجب عن سؤال شديد الأهمية ألا وهو: ما الذي يعنيه "جراهام" على وجه التحديد بالمستثمر "الذكي"؟ في الطبعة الأولى من هذا الكتاب يُعَرِّف "جراهام" هذا المصطلح بأنه ذلك النوع من الذكاء الذي ليست له علاقة بقياس حاصل الذكاء، وإنما يعنى ببساطة التحلي بالصبر والنظام والرغبة في التعلم؛ وعليك أيضًا كبح جماح عواطفك والتفكير بنفسك. لذلك فإن هذا النوع من الذكاء على حد قول "جراهام" "صفة من صفات الشخصية وليس العقل" [13] .

13 "بنيامين جراهام" "المستثمر الذكي" (هاربر آند رو 1949).

وهناك ما يثبت أن معدلات الذكاء المرتفعة والتعليم

العالي لا يكفيان لصنع مستثمر ذكي؛ ففي عام 1998 خسر صندوق لونج تيرم كابيتال مانجمنت إل بي وهو صندوق حماية كانت تديره كتيبة من علماء الرياضيات والكمبيوتر واثنان من رجال الاقتصاد الفائزين بجائزة نوبل، ما يزيد على ملياري دولار في غضون بضعة أسابيع فقط بسبب رهان على أن سوق السندات سوف تعود "لطبيعتها". ولكن سوق السندات ظلت على خلاف طبيعتها، بل ازدادت تحركاتها شذوذًا؛ مما اضطر ذلك الصندوق إلى اقتراض قدر هائل من الأموال وكاد انهياره يؤدي إلى تقويض دعائم النظام المالي بأسره. 14

14 إن "صندوق الحماية" هو صندوق مالي لا يخضع للوائح والقواعد الحكومية إلى حد كبير ويقوم بعمليات استثمار جريئة لمصلحة العملاء الأثرياء. ولمعرفة المزيد عن قصة صندوق إل تي سي إم انظر كتاب "روجر لوينشتاين" (*When Genius Failed*) (دار نشر راندم هاوس عام 2000).

وفي ربيع عام 1720 كان "إسحاق نيوتن" يمتلك أسهمًا في شركة ساوث سي، أكثر الأسهم الإنجليزية رواجًا. ولكن لشعوره بأن حركة السوق قد بدأت تخرج عن السيطرة وصف هذا الفيزيائي العظيم ذلك الموقف بقوله: " إنني أستطيع حساب حركة الأجرام السماوية ولكن لا يمكنني حساب جنون البشر"؛ لذلك قام "نيوتن" بالتخلص من أسهمه وحصل على ربح يصل إلى 100% بإجمالي 7000 جنيه إسترليني. ولكن بعدها بعدة أشهر وبعد أن جرفه حماس السوق في تياره عاد "نيوتن"

لامتلاك أسهم الشركة، ولكن بسعر أعلى مما جعله يخسر 20 ألف جنيه إسترليني (أي ما يعادل 3 ملايين دولار بأموال العصر الحالي). وطوال حياته منع "نيوتن" أي شخص أن يتلفظ باسم ساوث سي في وجوده 15 .

15 "جون كارزويل" في كتابه *The South Sea Bubble* (دار نشر كريست بريس لندن 1960) انظر موقع www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

إن "إسحاق نيوتن" من أكثر الأفراد ذكاء طبقًا لتعريفنا للذكاء. ولكن طبقًا لمعايير "جراهام" فإن "نيوتن" لم يكن مستثمرًا ذكيًا. فعندما سمح لضجيج العامة بأن يعلو على صوت حكمته، فإن أعظم علماء العالم تصرف كالأحمق.

باختصار، إذا كنت قد أخفقت في الاستثمار حتى الآن فليس السبب هو أنك غبي، ولكنك في ذلك شأنك شأن "نيوتن" لم تكتسب الانضباط العاطفي الذي يتطلبه الاستثمار الناجح. وفي الفصل الثامن يصف "جراهام" كيف تعزز ذكاءك من خلال كبح جماح عواطفك ورفض الانقياد لحركة السوق التي لا يحكمها عقل ولا منطق، وعندئذٍ يمكنك تعلم درسه بأن كونك مستثمرًا ذكيًا أمر يتعلق "بالشخصية" أكثر مما يتعلق "بالعقل".

سلسلة من الكوارث

والآن دعونا نلقِ نظرة على بعض التطورات المالية الرئيسية خلال السنوات القليلة الماضية:

1 - 1. أسوأ انهيار لسوق البورصة منذ الكساد العظيم، وذلك عند فقدان الأسهم الأمريكية لـ 50.2% من قيمتها أو ما يعادل 7.4 تريليون دولار بين مارس عام 2000 وأكتوبر عام 2002.

2 - 2. انخفاض هائل في أسعار أسهم الشركات الرائجة في التسعينيات بما في ذلك أسهم شركات مثل شركة أمريكا أون لاين وسيسكو وجاي دي إس يونيفيز ولوسنت وكوالكوم فضلًا عن التدمير التام لمئات من أسهم الإنترنت.

3 - 3. توجيه الاتهام بالقيام بعمليات الاحتيال المالية الضخمة لكبرى الشركات الأمريكية وأكثرها احترامًا، ومن بينها شركة إنرون وتايكو وزيروكس.

4 - 4. إشهار إفلاس شركات كانت لها شهرتها مثل شركة كونسيسكو وجلوبل كروسينج وورلد كوم.

5 - 5. ادعاءات بقيام شركات المحاسبة بتزوير الدفاتر، بل تدمير السجلات أيضًا لمساعدة عملائها على تضليل عامة المستثمرين.

6 - 6. توجيه الاتهامات بقيام كبار المسئولين التنفيذيين بالشركات البارزة باختلاس مئات الملايين من الدولارات لمصلحتهم الشخصية.

7 - 7. وجود أدلة على أن المحللين الماليين في وول ستريت قاموا بالثناء على الأسهم علانية، ولكنهم اعترفوا سرًّا بأنها لا تساوي شيئًا!

8 - 8. المبالغة في تقدير قيمة سوق الأسهم حتى بعد انهيارها المروع بالاعتماد على المقاييس التاريخية؛ مما يوحى للعديد من الخبراء بأن الأسهم ستشهد مزيدًا من

التدهور.

9 - 9. تدهور لا هوادة فيه في أسعار الفائدة ترك المستثمرين بدون أي بديل جذاب آخر للأسهم.

10 - 10. وجود مناخ استثماري تهيمن عليه مخاطر لا يمكن التنبؤ بها مثل الإرهاب العالمي والحرب في الشرق الأوسط.

كان من الممكن أن يتجنب المستثمرون الذين تعلموا مبادئ "جراهام" والتزموا بها قدرًا كبيرًا من الأضرار التي وقعت (وهذا أمر حدث بالفعل!). وعلى حد قول "جراهام":"بقدر ما يلعب الحماس دورًا مهمًّا في تحقيق الإنجازات العظيمة في أماكن أخرى، فإنه في وول ستريت قد يوردك موارد التهلكة". ومن خلال السماح لأنفسهم بأن ينجرفوا مع التيار، فيما يتعلق بأسهم الإنترنت وأسهم "النمو" الضخمة وفيما يتعلق بالأسهم ككل ارتكب العديد من الأشخاص الأخطاء الساذجة نفسها مثل تلك التي ارتكبها "إسحاق نيوتن"؛ فقد سمحوا لآراء المستثمرين الآخرين بالتأثير في آرائهم الشخصية. ونسوا تحذير "جراهام" من أن "الخسائر الفادحة" تقع دائمًا عندما "ينسى المشتري أن يسأل "كم الثمن؟"" والأشد إيلامًا من ذلك فقدانهم للسيطرة على أنفسهم في الوقت الذي يكونون فيه في أمسّ الحاجة إليها. إن هؤلاء الأشخاص يثبتون صحة تأكيد "جراهام" على أن "المشكلة الرئيسية للمستثمر بل وألد أعدائه هي نفسه".

الصناعة الرابحة التي خسرت

استثمارًا تقدر قيمته بـ 10 آلاف دولار في صندوق مونيمنت إنترنت فاند في مايو 1999 كانت ستتقلص إلى ألفي دولار بحلول نهاية عام 2002. (لم يعد لصندوق مونيمنت أي وجود بعد الآن في شكله الأصلي، وأصبح يعرف الآن بـ أوربيتكس أميرجينج تكنولوجي فاند).

- • وبعد أن ارتفعت أسهم صندوق أمريندو للتكنولوجيا ارتفاعًا هائلًا بنسبة 248.9% في عام 1999، سخر مدير الصندوق " ألبرتو فيلار" من أي أحد يجرؤ على التشكيك في كون الإنترنت آلة لا تتوقف عن إدرار المال وقال: " إذا كنتم لا تعملون في هذا المجال، فسيكون أداؤكم سيئًا. ستكونون كالذين يمتطون الحصان أو يركبون العربة التي يجرها الحصان، بينما سأكون أنا كمن يستقل سيارة من نوع (بورش). ألا تفضلون فرص تحقيق ربح يبلغ قدره عشرة أضعاف؟ إذن اذهبوا لشخص آخر". 17 .

-

17 مقال " ليزا رايلي كولن " نادي الأرقام الثلاثة " مجلة ماني ديسمبر عام 1999. لو أنك استثمرت 10 آلاف دولار في صندوق فيلار في نهاية عام 1999 فسوف يصل المبلغ في نهاية عام 2002 إلى 1195 دولارًا فقط، وهو ما يعد أسوأ عملية تدمير للثروة في تاريخ صناعة صناديق الاستثمار المشتركة!

- • في فبراير عام 2000 أعلن مدير صندوق الحماية "جيمس جاي كرامر" أن أسهم الشركات التي لها علاقة بالإنترنت "هي الأسهم الوحيدة التي تستحق أن يمتلكها المرء الآن. فتلك هي الأسهم الرابحة في العالم الجديد". وعلى حد قوله "فهي الأسهم الوحيدة التي تستمر قيمتها في الارتفاع في ظل جميع الظروف الجيد منها والسيئ على حد سواء". بل لقد وجه الانتقادات إلى جراهام نفسه قائلًا:" عليك التخلص من جميع المبادئ والصيغ والنصوص التي ظهرت قبل الويب، إذا استخدمنا ما علمنا إياه "جراهام"، و"دود"، فما كان ليظل في حوزتنا مليم واحد لنديره" 18 .

-

18 عليك بزيارة موقع www .thestreet.com/funds/ smarter891820.html. إن أسهم "كرامر" المفضلة لم تستمر في "الصعود في الأوقات الطبيعية والعصيبة "فبحلول عام 2002 كان واحد من بين كل عشرة قد أشهر إفلاسه وأي استثمار تبلغ قيمته 10 آلاف دولار وتم توزيعه بالتساوي على ما وقع اختيار "كرامر" عليه من أسهم كان سيخسر 94% ويتركك بإجمالي ضخم يصل إلى 597.44 دولار. وربما كان "كرامر "يعني أن أسهمه سوف تكون "رابحة" ليس في "العالم الجديد" ولكن في العالم الآخر!

كل هؤلاء الخبراء المزعومين تجاهلوا تحذيرات "جراهام" حين قال: " إن الاحتمالات الواضحة لتحقيق النمو المادي لا تترجم إلى أرباح واضحة للمستثمرين".

وفي الوقت الذي يكون من السهل فيه التنبؤ بالصناعة التي سوف تحقق نموًّا سريعًا فإن هذه التنبؤات لن تكون لها أية قيمة حقيقية إذا ما توقع غالبية المستثمرين الآخرين الشيء نفسه. وعندما يحين الوقت الذي يقرر فيه الجميع أنه من "الواضح" أن صناعة ما هي الأفضل للاستثمار؛ تكون أسعار أسهمها قد ارتفعت ارتفاعًا شديدًا لدرجة أن عوائدها المستقبلية لا يكون أمامها أي سبيل آخر سوى الانخفاض.

والآن على الأقل لا يمتلك أحد الشجاعة للادعاء بأن التكنولوجيا سوف تظل أعظم الصناعات نموًّا في العالم، ولكن يتحتم عليك أن تتذكر ما يلي: أن الأشخاص الذين يدعون الآن أن الصناعة "الرابحة" سوف تكون الرعاية الصحية أو الطاقة أو العقارات أو الذهب، ليس من المحتمل أن يكونوا على صواب بقدر ما كان دعاة التكنولوجيا المتقدمة كما اتضح فيما بعد.

الجانب المشرق

إذا كان لا يوجد أي سعر يبدو مرتفعًا للغاية بالنسبة للأسهم في التسعينيات، ففي عام 2003 وصلنا إلى النقطة التي لم يعد فيها أي سعر منخفضًا بما يكفي؛ فلقد تأرجح البندول، كما كان يعلم "جراهام" أنه سوف يفعل دائمًا، من الابتهاج المبالغ فيه بصورة غير منطقية إلى التشاؤم الذي لا مبرر له. وفي عام 2002 سحب المستثمرون 27 مليار دولار من صناديق الاستثمار المشتركة. ولقد توصلت الدراسة التي أجرتها رابطة

صناعة الأوراق المالية إلى أن مستثمرًا واحدًا من بين عشرة مستثمرين قد خفضوا عدد أسهمهم بنسبة 25% على الأقل. إن الأشخاص أنفسهم الذين كانوا شغوفين بشراء الأسهم في أواخر التسعينيات عندما كان سعرها آخذًا في الارتفاع وبالتالي أصبحت باهظة قاموا ببيع الأسهم عندما انخفض سعرها وأصبحت أرخص ثمنًا.

وكما يوضح "جراهام" بمنتهى العبقرية في الفصل الثامن، أن هذه العملية على النقيض من ذلك، فالمستثمر الذكي يدرك أن الأسهم تصبح أشد خطورة وليس العكس عندما ترتفع أسعارها وأقل خطورة وليس أكثر من ذلك عندما تنخفض الأسعار. إن المستثمر الذكي يخشى صعود سوق المضاربة لأنها تجعل الأسهم أغلى من أن تُشْتَرى. والعكس صحيح (طالما تحتفظ بما يكفي من النقد في متناول يديك لتلبية احتياجاتك من النفقات). عليك أن تحتفي بهبوط سوق المضاربة طالما أنها تعيد الأسهم مرة أخرى للبيع 19 .

19 إن الاستثناء الوحيد لهذه القاعدة هو مستثمر في مرحلة متقدمة من تقاعده قد لا يمتد به العمر ليشهد سوقًا طويلة للمضاربة على الهبوط. ومع هذا فلا ينبغي على مستثمر عجوز أن يبيع أسهمه لمجرد هبوط سعرها؛ فإن هذا الأسلوب لا يحول خسائره على الورق إلى خسائر حقيقية فحسب، بل يسلب أيضًا ورثته إمكانية وراثة تلك الأسهم بتكاليف أقل من أجل الأغراض الضريبية.

والدرس المستفاد الذي يجب أن تحفظه عن ظهر قلب

هو أن موت السوق المضاربة على الصعود ليس نبأ سيئًا كما يظن الجميع؛ فبفضل انخفاض أسعار الأسهم أصبح التوقيت الآن مناسبًا وآمنًا ومنطقيًا لتكوين الثروة. عليك إذن مواصلة القراءة، ودع "جراهام" يرشدك إلى السبيل الصحيح للوصول إلى مبتغاك.

الفصل 1

الاستثمار في مقابل المضاربة: النتائج التي يتوقعها المستثمر الذكي

يتناول هذا الفصل وجهات النظر التي سوف نستعرضها حتى نهاية هذا الكتاب؛ لذلك نود، خاصة في مستهل حديثنا، أن نوضح مفهومنا لسياسة إدارة الحافظة المالية التي تتلاءم مع المستثمر الفرد غير المحترف.

الاستثمار في مقابل المضاربة:

ولكن ما الذي نعنيه بلفظ "مستثمر"؟ وإجابتنا عن هذا السؤال أنه المصطلح الذي سوف نستخدمه خلال فصول الكتاب للإشارة إلى نقيض مصطلح "المضارب". لقد حاولنا في كتابنا *Security Analysis* ، الذي يعود تاريخه إلى عام 1934، وضع صياغة دقيقة لتوضيح الاختلاف القائم بين المصطلحين، وهو كما يلي: "الاستثمار هو العملية التي إذا تمت بناء على التحليلات الدقيقة فلن تضمن الحفاظ على أصل المبلغ المستثمر فحسب، بل ستدر أيضًا عائدًا كافيًا. وما عدا ذلك من عمليات لا تتوافر فيها هذه الشروط فتعد مضاربة".

وعلى الرغم من أننا تشبثنا بهذا التعريف طوال الثمانية والثلاثين عامًا التي أعقبت ذلك التاريخ، فإنه ينبغي ملاحظة التغيرات الجذرية التي طرأت على استخدام مصطلح "المستثمر" في غضون هذه الفترة. فبعد الانهيار الكبير الذي شهدته السوق في الفترة ما بين

عامي (1929 و 1932) شاع النظر إلى كل الأسهم العادية على أنها نوع من المضاربة بطبيعتها. (ولقد أشار أحد الخبراء النابهين صراحة إلى أن السندات وحدها هي التي تستحق الشراء بغية استثمارها)؛ لذلك تحتم علينا الدفاع عن التعريف الذي وضعناه ضد الادعاء بأنه أدى إلى توسيع نطاق مفهوم الاستثمار.

والآن سوف ينصب اهتمامنا على الجانب المناقض، فلابد أن ننأى بقُرَّائنا عن اللغط السائد بين الناس، والذي يطلق اسم المستثمرعلي أي شخص وكل شخص يتعامل مع سوق الأسهم. وفي النسخة الأخيرة أوردنا العنوان التالي لمقالة نشرت في الصفحة الأولى بصحيفتنا المالية الرائدة، بتاريخ يونيو 1962:

صغار المستثمرين يضاربون على الهبوط ويبيعون الطلبيات الصغيرة على المكشوف

وفي أكتوبر عام 1970، نشرت الصحيفة ذاتها افتتاحية لرئيس التحرير انتقدت فيها ما أسمتهم بـ "المستثمرين المتهورين" الذين كانوا يهرولون آنذاك نحو شراء الأسهم.

إن هاتين المقالتين سالفتي الذكر توضحان مدى الاضطراب والخلط الذي ظل سائدًا لسنوات عديدة بين مفاهيم الاستثمار والمضاربة؛ لذلك عليك التفكير في تعريف الاستثمار الذي اقترحناه آنفًا، ومقارنته بعملية بيع عدد ضئيل من الأسهم يقدم عليها شخص من العامة لا يتمتع بالخبرة المطلوبة للقيام بذلك، بل ولا يمتلك حتى ما أقدم على بيعه، وكل ما يتسلح به هو قناعة

شخصية بأن في إمكانه إعادة شراء ما باعه لاحقًا بثمن بخس للغاية (ونذكر هنا بالمناسبة أنه عندما نشرت مقالة عام 1962، كانت السوق قد شهدت بالفعل فترة هبوط هائل ويستعد للاتجاه نحو صعود أضخم حجمًا؛ لهذا كان ذلك أسوأ توقيت يمكن اختياره لبيع الأسهم على المكشوف) وبصفة عامة، فإن عبارة "المستثمر المتهور" المذكورة عاليه تنطوي على تناقض مثير للضحك، مثل وصفك لشخص ما بأنه "شحيح مبذر"، وهو سوء استخدام للغة لا يُحدث أي ضرر بالغ.

لقد استخدمت الصحيفة كلمة "مستثمر" في الحالتين السابقتين لأنه في غُرف اللغة السهلة الميسورة التي يستخدمها وول ستريت يعد كل من باع أو اشترى أوراقًا مالية مستثمرًا، بغض النظر عما اشتراه أو غرضه أو سعره، وسواء كان ذلك نقدًا أم عن طريق الشراء على المكشوف؛ لذلك عليك مقارنة ذلك بموقف العامة من الأسهم العادية؛ في عام 1948 عندما أعرب 90% ممن شملهم استطلاع الرأي عن معارضتهم لشراء الأسهم العادية، إذ برر نصفهم موقفه هذا بقوله: "الأمر ليس آمنًا؛ إنها مقامرة"، أما النصف الآخر فقد قال: "إن هذه الأسهم غير مألوفة لديه" 20 . وإنه لأمر يدعو للسخرية حقًّا (وإن كان لا يبعث على الدهشة) أن يُنظر إلى شراء الأسهم العادية، على اختلاف أنواعها، على أنه ضرب من ضروب المضاربة الشديدة أو أنه عمل ينطوي على قدر هائل من المخاطرة، في الوقت الذي كانت تباع فيه هذه الأسهم بأسعار مغرية للغاية وتتجه فيه نحو تحقيق أعلى معدل ارتفاع تشهده في تاريخها؛

وعلى النقيض مما كانوا يعتقدون، فإن حقيقة تقدم الأسهم العادية نحو مستويات خطيرة بالفعل، على ضوء التجارب السابقة ، قد حولت تلك الأسهم إلى "استثمارات" وحولت عامة مشتري الأسهم إلى "مستثمرين".

20 " قامت جامعة ميتشيجن بإجراء استطلاع الرأي الذي اقتبس منه "جراهام" الأقوال السابقة لصالح مجلس بنك الاحتياطي الفيدرالي، وتم نشره في النشرة الاتحادية في يوليو عام 1948. وقد طرح هذا الاستطلاع على الناس السؤال التالي: " لنفرض أن رجلًا ما اتخذ قرارًا بألا ينفق ماله. وأمامه عدة خيارات، إما أن يودعها في مصرف، أو أن يبتاع بها سندات أو يستثمرها. فما في رأيك أفضل السبل للحفاظ على ماله في الوقت الراهن؟ هل يودعها المصرف، أم يبتاع سندات ادخارية؟ أم يستثمرها في العقارات، أم يشتري بها أسهمًا عادية؟ فأجاب 4% فقط منهم بأن استثمار المال في الأسهم العادية سيحقق عائدًا "مرضيًا"، بينما اعتبرها 26% منهم "غير آمنة"، أو " نوعًا من المراهنة". ولكن خلال الفترة ما بين عامي 1949 و 1958 حققت سوق الأسهم العادية أعلى مستوى من العوائد خلال عشر سنوات من تاريخها، والتي بلغت في المتوسط نسبة 18.7% سنويًا. وكصدى رائع لهذا الاستطلاع المذكور، أجرت مجلة بيزنس ويك استطلاعًا للرأي بحلول نهاية عام 2002، توصل إلى أن 24% فقط من المستثمرين كانوا يرغبون في وضع مزيد من الاستثمارات في صناديق الاستثمار المشتركة، أو في

حافظات الأسهم، لينخفض بذلك عدد المستثمرين الذين كانوا مستعدين للقيام بذلك بنسبة 47% قبل ثلاث سنوات خلت.

لقد ظل الاختلاف القائم بين الاستثمار والمضاربة في الأسهم العادية أمرًا مفيدًا للغاية ويدعو غيابه إلى الشعور بالقلق. ولقد أشرنا في أكثر من مناسبة إلى أنه من الأفضل بالنسبة لـ وول ستريت كمؤسسة إعادة هذا الاختلاف إلى أرض الوجود وتأكيده في كل معاملة تجريها مع العامة. وإلا فسينحو باللائمة في يوم من الأيام على البورصات لما سيقع من خسائر مضاربة فادحة، والتي لم يتم تحذير من سيتكبدونها بشكل كافٍ من مغبة حدوثها. ومما يدعو إلى السخرية مجددًا، أن سبب الإحراج الذي تعرضت له بعض شركات البورصة، إنما يرجع إلى إدراج عمليات المضاربة في الأسهم العادية ضمن صناديق استثمارها الرأسمالية. ونحن على ثقة من أن قارئ هذا الكتاب سوف تتكون لديه فكرة واضحة عن المخاطر التي تعد جزءًا لا يتجزأ من التزامات الأسهم العادية، ولا تنفصل عما تتيحه من ربح؛ لذلك ينبغي وضع هذين الشقين في الاعتبار في أثناء إجراء المستثمر لحساباته.

ويشير ما قلناه للتو إلى احتمال تلاشي سياسة الاستثمار البحت، القائمة على حيازة عدد ضئيل من الأسهم العادية، بهدف التريث إلى أن تصبح الفرصة سانحة لشرائها بسعر لا ينطوي على أية مخاطرة من مخاطر السوق أو أية خسائر "تسمية سعر" تكون فادحة

عناصر المضاربة فيما بحوزته من أسهم عادية؛ لذلك فمهمته هي إحكام السيطرة على هذا العنصر وإبقاؤه في أضيق الحدود، والاستعداد ماليًّا ونفسيًّا لأية نتائج عكسية قد تطول مدتها أو تقصر.

ينبغي إضافة فقرة أو فقرتين للحديث عن المضاربة بالأسهم في هذا المقام، بعيدًا عن عنصر المضاربة المتأصل الآن في أغلب الأسهم العادية. إن عمليات المضاربة المباشرة لا تعد غير قانونية أو لا أخلاقية، أو تعود على المرء بمنافع مالية ضخمة (كما يظن معظم الناس). بل الأكثر من هذا، أن بعض عمليات المضاربة تعد حتمية ولا مفر منها؛ ففي داخل جعبة العديد من الأسهم العادية يوجد الكثير من فرص الربح والخسارة، ولابد من أن يتحمل شخص ما هذه المخاطر 21 . فهناك مضاربة ذكية مثلما هناك استثمار ذكي، ولكنَّ هناك سبلًا عديدة قد تفتقر فيها المضاربة للذكاء، وإليك بعضًا من أبرز هذه السبل: (1) المضاربة عندما تظن أنك تستثمر؛ (2) المضاربة بجدية بدلًا من المضاربة كنوع من أنواع التسلية عندما تفتقر للمعرفة والمهارة المطلوبتين لذلك؛ (3) والمضاربة بمال لا قِبَل لك بخسارته.

21 تعود المضاربة بالنفع في حالتين: أولاهما أنه بدون المضاربة فإن الشركات الجديدة التي لم تختبر قوتها بعد (كشركة أمازون دوت كوم، وكشركة إديسون إلكتريك في الماضي) ما كان لها أن تحصل على رأس المال المطلوب لتوسيع نطاق أنشطتها. إن بريق فرص تحقيق أرباح هائلة على المدى البعيد هو الذي يشحذ الهمم من أجل الإبداع والابتكار. وثانيتهما، أن المخاطرة

تتبدل (دون أن يتم استبعادها قط) في كل مرة يباع فيها السهم أو يُشترى؛ فالمشتري يقوم بشراء المخاطرة المبدئية المتمثلة في احتمال تدهور قيمة السهم، في الوقت الذي لا يتعرض فيه البائع إلا لقدر محدود من المخاطر - فرصة حدوث ارتفاع في قيمة السهم الذي قام ببيعه منذ برهة.

ومن وجهة نظرنا المتحفظة يجب أن يدرك غير المحترف الذي يبيع أو يشتري على المكشوف 22 أنه يضارب أيضًا على المكشوف ، ومن واجب السمسار الذي يتعامل معه أن يقدم له المشورة. وكل من يقدم على شراء ما يطلق عليه "إصدارات أسهم رائجة التداول" أو أي مما شابهها، فإنه إما أن يكون مضاربًا أو مراهنًا. إن المضاربة مغرية على الدوام، وقد تكون مصدرًا للمتعة بالنسبة لك إذا ما كنت تمتلك زمام الأمور. فإن شئت تجربة حظك معها فخصص لها قسمًا من رأس مالك، وكلما قل المبلغ كان خيرًا لك وعليك أن تضعه في حساب منفصل مخصص لهذا الغرض. ولا تقم بإضافة المزيد من الأموال لهذا الحساب لمجرد أن السوق قد اتجهت نحو الارتفاع وحان وقت جني الثمار (لأن هذا هو وقت سحب أموالك من حساب المضاربة). وإياك وخلط عمليات المضاربة وعمليات الاستثمار في حساب واحد، أو في أي مكان آخر داخل عقلك.

22 إن الحساب على المكشوف يمكنك من شراء الأسهم بمال مقترض من شركة السمسرة. وعن طريق الاستثمار بأموال مقترضة تجني الكثير من الأرباح عند ارتفاع قيمة الأسهم، بينما يقضي عليك إذا انخفضت قيمتها.

وتكون الاستثمارات الموجودة في حسابك هي ضمان القرض، وهو الأمر الذي يستوجب معه إضافة المزيد من المال إذا هبطت قيمة استثماراتك عما اقترضته من مال. ولمزيد من المعلومات حول الحسابات على المكشوف قم بزيارة المواقع التالية : www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm www .sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf

www.nyse.com/pdfs /2001-factbook-09.pdf

النتائج التي يتوقعها المستثمر المتحفظ:

لقد حددنا بالفعل معنى المستثمر المتحفظ على أنه المستثمر الذي يهتم بصفة أساسية بالتمتع بالأمان وتلافي المنغصات. ولكن بصفة عامة، ما الدرب الذي عليه أن يسلكه؟ وما العائد الذي يجب أن يتوقع الحصول عليه "في ظل الظروف العادية "- هذا إن وجدت هذه الظروف العادية؟ وللإجابة عن هذه الأسئلة، علينا الرجوع أولًا لما سبق أن تحدثنا عنه في هذا الصدد منذ سبع سنوات، ثم رصد التغيرات الكبرى التي طرأت منذ ذلك الحين على العوامل الأساسية التي تحكم العائد المتوقع للمستثمر، وأخيرًا نتعرض لما يتحتم عليه القيام به وما له أن ينتظره في ظل الظروف الراهنة (أي في بداية عام 1972).

1. ما سبق أن ذكرناه منذ ست سنوات خلت

لقد أوصينا بضرورة قيام المستثمر بتقسيم ما في حوزته من أوراق مالية ما بين سندات ممتازة وأسهم

عادية بارزة، على ألا تقل الحصة المخصصة للسندات عن 25% ولا تزيد على 75%، والعكس صحيح بالنسبة لحصة الأسهم؛ أو الأيسر من ذلك هو تقسيم الحافظة مناصفة بينهما، مع إجراء التعديلات اللازمة لاستعادة التوازن بينهما عندما تؤدي تقلبات السوق إلى الإخلال بذلك التوازن بنسبة 5%. كما بوسع المستثمر اللجوء لخيار آخر يتمثل في تقليل حصة الأسهم العادية إلى 25% "إذا شعر بأن السوق في حالة ارتفاع شديدة الخطورة "، والعكس صحيح؛ بحيث تزيد حصتها إلى الحد الأقصى الذي يصل إلى نسبة 75 % "إذا شعر بأن تدهور أسعار الأسهم يزيد من الطلب عليها".

لقد كان بوسع المستثمر في عام 1965 الحصول على فائدة من السندات الممتازة الخاضعة للضريبة تصل إلى 4.50 % على السندات الممتازة الخاضعة للضريبة و3.25 % على السندات الجيدة غير الخاضعة للضريبة. هذا بينما بلغت توزيعات أرباح الأسهم العادية البارزة (عندما بلغ مؤشر داو جونز للشركات الصناعية 892 نقطة) 3.2 % فقط؛ لذلك فإن هذه الحقيقة وغيرها من الحقائق إنما تدعو إلى توخي الحذر. و لقد سبق أن أشرنا إلى أنه "عندما تصل السوق إلى معدلاتها العادية "يستطيع المستثمر تحقيق ربح مبدئي يتراوح ما بين 3.5 % و4.5 % من الأسهم التي يقوم بشرائها، تضاف إليها الزيادة المطردة في القيمة الأساسية (وفي ظل "مستويات السعر العادية بالسوق") لقائمة الأسهم المختارة التي تصل إلى المقدار نفسه تقريبًا؛ مما يحقق له عوائد سنوية من أرباح الأسهم وارتفاع القيمة مجتمعة تبلغ

نسـبتها 7.5 % تقـريبًا. إن تقسـيم الحافظـة الماليـة مُناصـفة بـين الأسـهم والسندات يحقق عوائد تصل نسبتها إلى 6% قبل احتساب ضرائب الدخل. وتجدر الإشارة هنا إلى أن حصة الأسهم كفيلة بتوفير قدر من الحماية ضد خسارة القوة الشرائية التي تتسبب فيها معدلات التضخم المرتفعة.

من الجدير بالذكر أن التقدير الحسابي المذكور عاليه أشار إلى توقع معدل تقدم متدنٍّ في سوق البورصة عما تحقق بالفعل في الفترة بين عام 1949 وعام 1964. ولكن كان متوسط هذا المعدل أفضل من المتوسط الذي حققته الأسهم المدرجة بالبورصة ككل والذي بلغ 10%، وهكـذا أضـحى بصـفة عامـة نوعًا من أنواع الحقائق المؤكدة على أن النتائج المرضية المماثلة الأخرى يمكن الاعتمـاد عليـها فـي المسـتقبل. هنـاك عـدد ضئيل من الأفراد لديهم الاستعداد أن يأخذوا على محمل الجد إمكانية أن تكون معدلات التقدم المرتفعة في الماضي إنما تعني "الارتفاع الشديد في مستويات أسعار الأسهم في الوقت الحالي"، وبالتالي "فإن النتائج الرائعة التي تحققت منذ عام 1949 لا تنبئ بالخير في المستقبل".

2. ما طرأ على الأسواق منذ عام 1964

تمثل التغيير الرئيسي الذي طرأ على الأسواق منذ عام 1964 فـي ارتفـاع معـدلات فوائـد السـندات الممتـازة ارتفاعًا كبيرًا على الرغم من الانتعاش الواضح الذي شهدته منذ تدهور أسعارها عام 1970. حيث وصل عائد إصدارات الشركات الجيدة آنذاك إلى 7.5 %، أو أكثر

بالمقارنة بنسبة 4.5 % في عام 1964. هذا بينما أحرز عائد أرباح أسهم مؤشر داو جونز تقدمًا مرضيًا حتى في أثناء تدهور أوضاع السوق ما بين عامي 1969 و 1970 ولكن هبطت قيمته ونحن نسطر هذه الكلمات (مع بلوغ مؤشر داو جونز 900 نقطة) إلى أقل من 3.5 % بالمقارنة بـ 3.2 % بحلول نهاية عام 1964. وقد أدى تقلب أسعار الفائدة إلى حدوث تدهور شديد في سوق السندات متوسطة الأجل (التي امتدت إلى فترة تصل إلى عشرين عامًا) بلغ 38% طوال تلك الفترة.

ومما هو جدير بالملاحظة أن هذه التطورات تتسم بالتناقض؛ ففي عام 1964 ناقشنا باستفاضة إمكانية أن تكون أسعار الأسهم شديدة الارتفاع مما يعرضها في نهاية المطاف إلى هبوط قيمتها هبوطًا حادًا، لكننا لم نأخذ في حسباننا إمكانية حدوث الأمر نفسه للسندات الممتازة (شأننا في ذلك شأن جميع من نعرفهم). وقد حذرنا (لاحقًا) من "أن السندات طويلة الأجل قد تختلف اختلافًا كبيرًا في أسعارها ردًا على حدوث تغيرات في أسعار الفائدة". ولكن على ضوء ما جرى منذ ذلك الحين، نرى أن هذا التحذير على الرغم مما أوردناه من أمثلة على ذلك لم يتم التشديد عليه بما يكفي؛ ففي حقيقة الأمر إذا كان المستثمر قد وضع مبلغًا من المال في أسهم داو جونز بسعر إغلاقه الذي بلغ 874 نقطة في عام 1964، فإنه يحقق مقدارًا طفيفًا من الربح بنهاية عام 1971؛ بل الأكثر من ذلك أنه حتى مع هبوط المؤشر إلى (631) نقطة في عام 1970، فإن الخسارة المؤكدة التي تلحق به من جراء ذلك تكون أقل من تلك التي

لحقت بالاستثمار في السندات الجيدة طويلة الأجل. ومن ناحية أخرى لو أن المستثمر اقتصر في استثماراته على السندات الادخارية الأمريكية، وإصدارات الشركات متوسطة الأجل، أو على حسابات الادخار، لما تكبد أية خسارة في القيمة السوقية لأصل استثماراته خلال هذه الفترة، ولحصل على عوائد تفوق ما تتيحه الأسهم الجيدة. ولقد اتضح فيما بعد أن معادل "النقد الحقيقي" يمثل استثمارًا أفضل في عام 1964 عن الاستثمار في الأسهم العادية رغم وجود التضخم الذي كان من الناحية النظرية سيفصل الأسهم على النقد. وكان السبب في تدهور القيمة الأساسية المحددة للسندات الجيدة طويلة الأجل يرجع إلى ما شهدته سوق المال من تطورات وذلك جانب غامض لا يكون له في العادة أثر يذكر على سياسة الاستثمار الخاصة بالأفراد.

كانت هذه إحدى التجارب التي لا تعد ولا تحصى والتي توضح أن محاولة التنبؤ بمستقبل أسعار الأوراق المالية ضرب من المستحيل 23 . فلقد كانت تقلبات السندات في أغلب حالاتها أدنى من تقلبات أسعار الأسهم، وظل بوسع المستثمرين شراء سندات جيدة بغض النظر عن مواعيد استحقاقها، ودون أن يساورهم القلق حيال تقلب قيمتها السوقية، وقد كانت هناك استثناءات قليلة لهذه القاعدة جسدت الفترة التي تلت عام 1964 أحدها. ولسوف نتناول تقلبات أسعار السندات باستفاضة ولكن في فصل لاحق.

23 أعد قراءة عبارة "جراهام" مرة أخرى، ولاحظ ما

التنبـؤ بمسـتقبل أسـعار الأوراق الماليـة ضـرب مـن المستحيل". وفي أثناء مواصلتك قراءة الكتاب لاحظ كيف يساعدك كل ما أخبرك به "جراهام" على استيعاب هذه الحقيقة، فبما أنه ليس في مقدورك التنبؤ بسلوك السوق، عليك أن تتعلم كيف تتنبأ بسلوكك أنت وتتحكم فيه.

3. السياسات والتوقعات التي كانت سائدة في أواخر عام 1971 وأوائل عام 1972

على مشارف نهاية عام 1971 كان بوسع المرء الحصول على سعر فائدة من سندات الشركات متوسطة الأجل الخاضعة للضريبة يصل إلى 8% وسعر فائدة على الأوراق الماليـة التـي تصدرها البلدية أو الولايـة ولا تخضع للضريبة يصل إلى 5.7 %. وعلى صعيد الأوراق المالية الأقصر أجلًا كان بوسع المستثمر الحصول على عائد من الإصدارات الحكومية الأمريكية التي تُسْتحَق في غضون خمس سنوات يصل إلى 6%. وفي الحالة الأخيرة لم يكن هناك داعٍ لأن يعبأ المشتري بأية خسارة محتملة في القيمة السوقية؛ لثقته بأنه سوف يسترد ما دفعه بالإضافة إلى 6% في نهاية فترة الحيازة القصيرة نسبيًّا. بينما لم تزد عوائد مؤشر داو جونز في أثناء وصول مستوى أسعاره إلى 900 نقطة في عام 1971 على 3.5%.

ولنفترض الآن كما سبق أن افترضنا أن القرار الأساسي هو كيفية تقسيم الأموال ما بين السندات الممتازة (أو غيرها مما يطلق عليه "المعادلات النقدية ") وبين

الأسهم الممتازة من فئة داو جونز. إذن ما الذي يتحتم على المستثمر أن يفعله في ظل الظروف الحالية، في حالة ما إذا لم يكن هناك سبب وجيه للتنبؤ بصعود السوق أو هبوطها لبعض الوقت في المستقبل؟ دعونا نشر أولًا إلى أنه إذا لم يحدث تغير عكسي خطير يستطيع المستثمر المتحفظ أن يعتمد على تحقيق عائد أرباح أسهم يبلغ 3.5%، بالإضافة إلى متوسط زيادة سنوية في قيمة استثماراته الأساسية يبلغ 4%. وتأتي هذه الزيادة في القيمة الأصلية، كما سوف نشرح لاحقًا، من قيام الشركات المختلفة بإعادة استثمار مبالغ سنوية مماثلة من الأرباح التي لم يتم توزيعها. وعندئذ فإن إجمالي متوسط عائد أسهم ذلك المستثمر قبل خصم الضريبة يصل إلى 7.5 % مثلًا، وهو عائد أقل مما يحصل عليه من فائدة السندات الممتازة إلى حد ما 24 . وفي الوقت نفسه تصل قيمة متوسط عائد الأسهم بعد خصم الضريبة إلى 3.5%، وهو تقريبًا العائد نفسه الذي يتم الحصول عليه حاليًا من السندات الجيدة متوسطة الأجل غير الخاضعة للضريبة.

24 تـرى ما مقدار دقة تنبؤ "جراهام"؟ قد يبدو منذ الوهلة الأولى أن تنبؤه دقيق للغاية؛ فقد حققت الأسهم منذ بداية عام 1972 وحتى نهاية عام 1981 متوسط عائد سنوي يقدر بـ 6.5% في المتوسط (وفي حين لم يحدد "جراهام" إطارًا زمنيًا لتنبؤه، فإن الافتراض المنطقي الذي يتبادر إلى الذهن هو أنه قصد به فترة عشر سنوات). ولكن على أية حال، لقد خيم معدل التضخم المرتفع بظلاله على تلك الفترة؛ حيث وصل

إلى 8.6% مما أدى إلى تآكل المكاسب التي حققتها الأسهم بأسرها. ويلخص "جراهام" في هذا الجزء من الفصل الأول ما يعرف "بمعادلة جوردون" التي تقضي بأن يساوي عائد سوق الأسهم في المستقبل حاصل جمع عائد الأرباح الحالي ومعدل نمو المكاسب المتوقع. ومع تدني عائد أرباح الأسهم إلى أقل من 2% في أوائل عام 2003 ومعدل نمو الأرباح طويلة الأجل إلى 2% تقريبًا ووصول معدل التضخم إلى ما يربو على 2% تقريبًا فإن تحقيق عائد سنوي يصل إلى 6% تقريبًا يعد عائدًا مقبولًا (انظر التعليق على الفصل الثالث).

إن هذه التوقعات ليست في صالح الأسهم بقدر ما هي في صالح السندات كما كانت في التحليل الذي أجريناه في عام 1964 (إن هذه النتيجة لا مفر منها وذلك إذا ما وضعنا في الاعتبار حقيقة أن عوائد السندات ارتفعت منذ عام 1964 إلى مستوى يفوق كثيرًا عوائد الأسهم). وينبغي ألا نغفل أبدًا حقيقة تمتع فوائد السندات الممتازة وقيمة مدفوعاتها الأساسية بحماية أفضل من أرباح الأسهم وارتفاع قيمتها الأصلية؛ مما يجعلها أكثر أمنًا وضمانًا. وهكذا نجد أنفسنا مرغمين في نهاية 1971 على استخلاص النتيجة التي مفادها أنه من الأفضل الاستثمار في السندات عن الاستثمار في الأسهم. فلو كان لنا أن نتيقن من صحة هذه النتيجة، لنصحنا المستثمر، الذي يميل إلى السياسة الاستثمارية الدفاعية، بأن يضع كل أمواله في السندات ولا يضع سنتًا واحدًا في السندات العادية، حتى تتغير العلاقة بين عائداتهما بصورة جلية، وتميل في صالح الأسهم.

ولكن ليس بوسعنا التأكد من أن أداء السندات سوف يفوق أداء الأسهم على ضوء المجريات الحالية وحدها. فسرعان ما سيتبادر إلى ذهن القارئ عامل التضخم، وهو عامل جوهري قد يميل بالكفة نحو الجهة الأخرى. لكننا سوف نشير في الفصل التالي بناء على خبرتنا الطويلة مع التضخم في الولايات المتحدة طوال هذا القرن إلى أنه لا يستحب تفضيل الأسهم على السندات في ظل وجود التضخم، خاصة على ضوء الاختلافات القائمة حاليًا بين عوائد كل منهما. ومع ذلك يبقى هناك احتمال واحد وإن كنا نراه بعيدًا ألا وهو تزايد معدلات التضخم بصورة متسارعة مما قد يجعل من الأفضل لسبب ما أو لآخر تفضيل الأسهم على السندات التي يستحق دفعها بمبلغ ثابت من الدولارات 25 . وهناك احتمال بديل آخر وإن كنا نستبعد حدوثه أيضًا وهو تحقيق المشروعات الأمريكية لأرباح هائلة بدون حدوث ارتفاع في معدلات التضخم؛ مما يبرر زيادة قيمة الأسهم العادية في غضون السنوات القليلة القادمة زيادة كبيرة. وأخيرًا هناك احتمال يبدو مألوفًا إلى حد كبير، وهو أننا سوف نشهد ارتفاعًا كبيرًا في مستوى المضاربة في سوق الأسهم دون أن يكون هناك مبرر حقيقي لذلك في القيمة الأساسية لهذه الأسهم. وقد يتسبب أي من هذه الأسباب المذكورة، أو غيرها مما لم يتبادر إلى أذهاننا، في شعور المستثمر بالندم لأنه ركز على استثمار أمواله في السندات بنسبة 100%، حتى بعد وصول عوائدها لمعدلات أفضل.

25 " لم تعد الأسهم هي الخيار التلقائي الأمثل

للمستثمرين الذين يتوقعون زيادة التضخم، وذلك منذ أن تم إصدار سندات الخزانة المحمية من التضخم في عـام 1997؛ حيـث تتزايـد قيمـة هـذه السـندات علـى النقـيض من سائر السندات الأخرى مع ارتفاع مؤشر أسعار المستهلك، وهو الأمر الذي يعصم المستثمر من شر خسارة المال بعد التضخم. أما الأسهم فتفتقر إلى وجود مثل هذه الضمانات، بل إنها في حقيقة الأمر لا تحميـه مـن معـدلات التضـخم المرتفعـة (ولمزيـد مـن التفاصيل، راجع التعليق على الفصل الثاني).

لـهذا نكـرر مـرة أخـرى، بعـد هـذه المناقشـة المبسـطة للاعتبـارات الجوهريـة الـواجب أخـذها فـي الحسبان، علينا تأكيد ضرورة اتباع المستثمرين المتحفظين منهج الوسطية نفسه الذي مفاده أنه في جميع الأوقات ينبغي عليهم الجمع بين الحسنيين، أي امتلاك جزء من أموالهم فـي صـورة سـندات، والـجزء الآخـر فـي صـورة أسـهم عادية. وبوسع هؤلاء المستثمرين كذلك تقسيم أموالهم مناصفة بين الأسهم والسندات أو الجمع بينهما بنسب تختلف باختلاف حكمهم على الأشياء بحيث لا يقل نصيب أحدهما عن 25% ولا يزيد على 75%. وسوف نعرض لهذه البدائل بمزيد من التفصيل في فصل لاحق.

وبما أنه في الوقت الحالي يتساوى عائد الأسهم العادية مع عائد السندات تقريبًا، فإن العائد المقبول حاليًّا (بما في ذلك معدلات النمو في قيمتها) بالنسبة للمستثمر سوف يتغير بغض النظر عن أسلوب توزيعه لأمواله على هذين المكونين. وطبقًا للحسابات سالفة الذكر، ينبغي أن يبلغ مجموع عوائد الأسهم والسندات 7.8 % قبل

احتساب الضرائب، أو 5.5% إذا ما أعفي من الضرائب (أو خضع لضرائب تقديرية). إن عائدًا بهذه الكيفية سوف تفوق قيمته العائد الذي حققه المستثمر المتحفظ التقليدي طوال أغلب السنوات الماضية. إن هذا العائد قد لا يكون مغريًا إذا ما قورن بعائد الأسهم العادية الذي حققته طوال السنوات العشرين التي سادت خلالها سوق المضاربة على الصعود التي تلت عام 1949 وبلغت قيمته 14 % أو نحوها. ومما هو جدير بالذكر أنه في الفترة ما بين عام 1949 و عام 1969 بلغت أسعار أسهم داو جونز خمسة أمثال قيمتها، بينما بلغت قيمة عوائدها وأرباحها الضعف تقريبًا؛ لذلك فإن الجانب الأكبر من سجل الأداء المؤثر للسوق خلال تلك الفترة يرجع الفضل فيه إلى التغيير الذي طرأ على مواقف المستثمرين والمضاربين، وليس إلى تغير القيم الأساسية للشركات. لذلك يمكننا أن نطلق على ذلك ما يعرف باسم: "عملية تطور ذاتية مستقلة بدون أي تأثير خارجي"(bootstrap operation) .

في معرض حديثنا عن محفظة الأسهم العادية للمستثمر المتحفظ تناولنا بالحديث الإصدارات المتميزة الرائدة مثل تلك المدرجة ضمن الشركات الثلاثين المكونة لمؤشر داو جونز الصناعي، وكان الغرض من وراء ذلك التبسيط، لا التلميح إلى أن هذه الفئات الثلاثين هي وحدها الجديرة بالاستثمار. ففي حقيقة الأمر هناك العديد من الشركات الأخرى التي تعادل في جودتها جودة الشركات المدرجة في قائمة داو جونز بل وتتفوق عليها ومن بينها على سبيل المثال شركات المرافق

العامة (والتي يمثلها مؤشر آخر منفصل من مؤشرات داو جونز) 26 . وتتمثل النقطة المحورية هنا في عدم وجود اختلاف جوهري في النتائج الكلية التي يحققها المستثمر المتحفظ من اختياره لقائمة أسهم منوعة أو منتقاة عن اختياره لقائمة أخرى ليست كذلك، أو بعبارة أدق، لن يسعه لا هو ولا مستشاريه الماليين، التنبؤ تنبؤًا صادقًا بالاختلافات التي قد تنشأ في نهاية المطاف بين قائمة وأخرى، فالحق أن الاستثمار الذكي الذي يدل على الحنكة والخبرة إنما يتجسد في انتقاء أوراق مالية تحقق نتائج أفضل من السوق بأسره. ولكنَّ هناك شعورًا بالشك يتملكنا، لأسباب سوف نوردها في وقت لاحق، في قدرة المستثمرين المتحفظين على تحقيق نتائج فوق المتوسط، مما يعني ضرورة بذل قصارى جهدهم لرفع مستوى أدائهم بصفة عامة 27 . (بل إن دائرة الشك تتسع لتشمل قدرة بعض خبراء إدارة المحافظ الاستثمارية على تحقيق ذلك).

26 من البدائل الشائعة في الوقت الحالي لمؤشر "داو جونز": أولهم مؤشر ستاندرد آند بورز 500 (مؤشر إس آند بي)، ومؤشر ويلشير 5000. ويركز مؤشر "إس آند بي" على خمسمائة من أكبر الشركات وأشهرها، والتي تمثل أسهمها 70% تقريبًا من سوق الأسهم بالولايات المتحدة، أما ثانيهم، فيتتبع عوائد جميع الأسهم المهمة التي يتم تداولها تداولًا عامًّا في أمريكا وتبلغ في مجملها 6.700 سهم؛ ولكن نظرًا لأن الشركات الكبرى تمثل الجانب الأكبر من إجمالي قيمة هذا المؤشر، فإن عائد مؤشر ويلشاير 5000 يشبه نظيره إس آند بي

تمامًا. وتيسر العديد من صناديق الاستثمار منخفضة التكلفة لعملائها حيازة لتلك المؤشرات في صورة محافظ استثمارية فردية مناسبة. (انظر الفصل التاسع).

27 " انظر الفصلين الرابع عشر والخامس عشر.

ولتوضيح وجهة نظرنا دعونا نضرب مثلًا قد يبدو للوهلة الأولى كأنه يثبت صحة النقيض مما نقول، فخلال الفترة ما بين ديسمبر من عام 1960 وحتى ديسمبر عام 1970، ارتفع مؤشر داو جونز من 616 نقطة إلى 839 نقطة، أو بنسبة 36%، ولكن خلال الفترة نفسها ارتفع مؤشر إس آند بي 500 الأكبر حجمًا والأكثر ثقلًا من 58.11 إلى 92.15 نقطة، أي بنسبة 58%. لذلك كان من الواضح أن المجموعة الثانية أتاحت فرص شراء أفضل من المجموعة الأولى. ولكن من ذا الذي كان يجرؤ في عام 1960على التنبؤ بأن يتفوق أداء ما بدا كأنه تصنيف متنوع للأسهم العادية جميعها على أداء "الأسهم الثلاثين الأرستقراطية العملاقة" المدرجة بمؤشر داو جونز؟ إن النقاط سالفة الذكر تثبت ونحن نصر على ذلك أنه نادرًا ما يستطيع المرء التنبؤ بالتغيرات التي تشهدها الأسعار، سواء كانت تلك التغيرات نسبية أم مطلقة.

ولا يسعنا هنا سوى أن نردد مجددًا ولا عزاء للمستثمرين القول بأنه ليس بوسع المستثمر توقع تحقيق نتائج فوق المتوسط عن طريق شرائه الأسهم الجديدة أو الإصدارات المالية "الساخنة"، أيًا كان نوعها، ونعني بها تلك الأسهم المرشحة لتحقيق أرباح سريعة

28 ...، ولكن العكس صحيح بالتأكيد على المدى الطويل؛ لذلك على المستثمر المدافع أن يقصر استثماراته على أسهم الشركات المهمة التي لها باع طويل في تحقيق الأرباح وتتمتع بمركز مالي قوي. (وبوسع أي محلل للأوراق المالية يستحق لقبه هذا أن يرشدك إلى قائمة طويلة بأسماء هذه الشركات) أما المستثمر الجريء المغامر فبوسعه شراء أي نوع آخر من أنواع الأسهم العادية الأخرى إذا توافرت فيها عناصر الجذب التي أرسى قواعدها المحللون المحنكون.

28 ... لمزيد من التفاصيل انظر الفصل السادس.

وختام القول سوف نشير في عجالة إلى ثلاثة مفاهيم أو ممارسات إضافية يمكن للمستثمر المتحفظ أن يستعين بها وهي كالآتي: أولًا، شراء أسهم صناديق الاستثمار القوية، كبديل عن تكوين حافظته الاستثمارية الخاصة التي تضم الأسهم العادية. كما أن بوسعه الاستفادة من "صناديق أمناء الاستثمار العادية" أو من "صناديق الاستثمار المشتركة"، والتي تتولى إدارتها شركات الائتمان والبنوك في العديد من الولايات؛ ثانيًا، إذا كان يمتلك ثروة ضخمة عندئذٍ يمكنه الاستعانة بخدمات شركة من شركات الاستشارات الاستثمارية المعروفة؛ مما يوفر له إدارة محترفة لبرنامج استثماراته طبقًا للمعايير القياسية. ثالثًا، اللجوء لأسلوب "توسيط التكلفة" والذي يعني ببساطة قيام المستثمر باستثمار القيمة الدولارية نفسها في الأسهم العادية بصفة شهرية أو ربع سنوية. وبهذه الطريقة يبتاع المزيد من الأسهم في حالة هبوط السوق عنه في

حالة الارتفاع، ومن المحتمل أن ينتهي به المطاف إلى سعر إجمالي مُرضٍ مقابل مجمل ما في حيازته من أسهم. ويعد هذا الأسلوب بمعناه الضيق جزءًا من أسلوب أعَمّ وأشمل يعرف باسم "التقيد بقواعد استثمار محددة". وقد سبق وأشرنا إلى هذا الأسلوب في معرض توصيتنا بضرورة قيام المستثمر بتنويع حيازته من الأسهم العادية؛ لتمثل 25% على الأقل أو 75% على الأكثر من حافظته، وذلك في إطار حركة عكسية مع أوضاع السوق. إن هذه الأفكار قيمة ونافعة بالنسبة للمستثمر المتحفظ؛ لذلك سوف نتناولها باستفاضة في الفصول التالية 29 .

29 لمزيد من النصائح حول "صناديق الاستثمار القوية" انظر الفصل التاسع. تمت مناقشة مفهوم "الإدارة المحترفة" بواسطة "شركة استشارات استثمارية معروفة" في الفصل العاشر. كما تمت مناقشة مفهوم "توسيط التكلفة" في الفصل الخامس.

النتائج التي يتوقعها المستثمر الجريء

مما لا مراء فيه أن المشتري المغامر سوف يرغب بالطبع، بل ويتوقع، تحقيق نتائج أفضل من تلك التي يحققها نظيره المتحفظ أو السلبي. لكن ينبغي عليه التأكد أولًا من أن نتائجه لن تكون أسوأ منهما؛ فليس من العسير أن يبذل المرء الجهد والعرق في وول ستريت مستعينًا في ذلك بما لديه من قدرات فطرية حتى يجد نفسه قد انتهى به المطاف إلى طريق الخسارة بدلًا من الربح. فإذا لم يتم توجيه هذه القدرات

إلى وجهتها الصحيحة فإنها سوف تتحول إلى حجر عثرة في طريق المستثمر؛ لهذا لابد أن تكون لدى المستثمر الجريء فكرة واضحة منذ البداية عن أفضل السبل التي توفر له فرص تحقيق النجاح، وأيها لن توصله إلى هذه الغاية.

بادئ ذي بدء سوف نستعرض الأساليب المختلفة التي يحاول المستثمرون والمضاربون من خلالها تحقيق نتائج فوق المتوسط. وإليك بعضًا من هذه الوسائل:

1. تداول الأسهم في السوق: يراد بذلك عادة شراء الأسهم عندما يتجه السوق نحو الارتفاع وبيعها عندما يتجه نحو الهبوط. ومن المحتمل أن تكون الأسهم التي يقع عليها الاختيار هي تلك الأسهم التي كان أداؤها أفضل من متوسط أداء السوق. إن عددًا ضئيًلا من المحترفين هو الذي يلجأ عادة إلى أسلوب البيع على المكشوف؛ حيث لا يبيعون الأسهم التي لا يمتلكونها فحسب، بل يبيعون أيضًا تلك التي يقترضونها من خلال آليات تبادل الأسهم المتبعة في البورصة. وهدفهم هو استغلال أي تدهور يطرأ على سعر هذه الأسهم؛ بحيث يقومون بإعادة شرائها مجددًا بأقل من قيمة السعر الذي بيعت به. (وكما تشير المقولة المقتبسة من جريدة وول ستريت التي أوردناها في أول الكتاب، فإن حتى "صغار المستثمرين"ـ ولا نقصد شيئًا سَيِّئًا من وراء هذه التسمية يلجأون إلى أسلوب البيع على المكشوف بلا حنكة أو دراية).

2. الانتقاء قصير الأجل: يقصد بذلك شراء أسهم

الشركات التي سجلت أرباحًا متزايدة، أو يتوقع منها تحقيق ذلك، أو من المتوقع أن تشهد تطورات إيجابية في المستقبل.

3. الانتقاء طويل الأجل: يرتكز هذا الأسلوب على اختيار أسهم الشركات التي لها سجل ممتاز في تحقيق معدلات نمو جيدة، ومن المرجح أن تستمر تلك المعدلات في المستقبل. وقد يقع اختيار المستثمر في بعض الحالات على شركات لم تُظهر نتائج تثير الإعجاب بعد، ولكن يتوقع لها امتلاك القدرة على تحقيق أرباح مرتفعة مستقبلًا (وهي شركات تنتمي عادة إلى قطاع صناعات التكنولوجيا، كشركات الكمبيوتر والأدوية والإلكترونيات؛ حيث يقومون عادة بتطوير أساليب جديدة أو منتجات واعدة).

لقد أعربنا بالفعل عن نظرتنا السلبية تجاه الفرص الكلية المتاحة أمام المستثمر لإحراز النجاح في هذه الأنواع المختلفة من نشاط تداول الأسهم، وقد تم استبعاد النوع الأول من مجال الاستثمار لأسباب نظرية وواقعية؛ فتداول الأسهم في البورصة ليس عملية تُوَفِّر لمن يقوم بها من خلال التحليل الدقيق المتأني "فرص الحفاظ على أصول استثماراته وتحقيق عوائد مرضية". وسوف نتناول تداول الأسهم بمزيد من التفصيل في فصل لاحق 30 .

30 انظر الفصل الثامن.

يواجه المستثمر نوعين من العوائق في خضم محاولته اختيار الأسهم الواعدة من أجل الاستثمار الطويل أو

القصير الأجل. وتعترض أولى هذه العقبات طريقه من جـراء الـوقوع فـي الخطـأ بسـبب طبيعتنـا البشـرية، وثانيتهما بسبب طبيعة المنافسة التي يواجهها؛ فقد يخطئ المستثمر في تقديراته حيال تقلبات المستقبل، أو حتى عندما يصيب كبد الحقيقة قد يعكس السعر الحالي في السوق صحة توقعاته؛ فعلى صعيد الانتقاء قصـير الأجـل، تمثـل نتـائج السـنة الحاليـة لشـركة ما معلومات معروفة للجميع في وول ستريت، في حين تكون نتائج السنة القادمة، إلى الحد الذي يمكن التنبؤ به، موضع دراسة متأنية. لهذا، فعلى الأرجح سوف يجد المسـتثمر الذي يضع اسـتثماراته في أسهم بناءً على أدائها خلال العام الحالي، أو بناء على ما نما إلى علمه مـن تنبـؤات عن قيمتها فـي العام الـذي يليـه، إن سائر المستثمرين الآخرين قد حذوا حذوه وفعلوا الشـيء نفسه للسبب ذاته.

ويواجـه المسـتثمر المعوقات ذاتها عند اختيـار أسـهم الاستثمار طويل الأجل ، ولكن تتزايد احتمالات وقوعه في الخطأ كما أوضحنا في مثال شركات الطيران الوارد فـي المقدمة بشـأن تنبؤاتـه في هذا الصدد عنه عند تعامله مـع الأربـاح قصـيرة الأمد. ونظـرًا لأن الخبـراء ليسـوا معصـومين مـن الخطـأ فيمـا يتنبـئون بـه مـن تقديرات، فإن المستثمر يستطيع تحقيق استفادة هائلة إن أصـاب فـي تقديراته بينمـا يخطـئ وول سـتريت بأسـره، لكن ذلـك لا يتحقـق إلا مـن الناحيـة النظريـة فحسب. كم مستثمرًا جريئًا يسعه التعويل على موهبته في التنبؤ أو على فراسته لكي يتفوق على المحللين

المحترفين في لعبتهم المفضلة، ألا وهي تقدير الأرباح المستقبلية طويلة الأجل؟

لهذا نخلص إلى النتيجة التالية المنطقية والمحبطة في آن واحد والتي مفادها: أنه لكي يتمتع المستثمر بفرصة تحقيق نتائج أفضل من النتائج العادية، يتحتم عليه اتباع السياسات التي تتوافر فيها الخصائص التالية: (1) أن تكون صحيحة وواعدة. (2) أن تكون غير شائعة في وول ستريت.

فهل هناك مثل هذه السياسات التي يمكن أن يستعين بها المستثمر المغامر؟ من الناحية النظرية هذا أمر جائز حدوثه كما أسلفنا القول، بل يجب أن تكون هناك مبررات كثيرة تدل على إمكانية حدوثه من الناحية العملية أيضًا؛ فالجميع يعرفون أن أسهم المضاربة تتحرك بين طرفي نقيض على مستوى السوق عامة، وطوال الوقت على مستوى الإصدارات الفردية. بل الأكثر من ذلك، أنه قد يتم التقليل من شأن أحد الأسهم بسبب عدم الاهتمام به أو للتحامل العام ضده بدون أي مبرر. ويمكننا القول في هذا السياق بأن عددًا كبيرًا من المتعاملين في الأسهم العادية لا يعرفون مع مراعاة اعتبارات اللياقة الأسس التي تحكم عملية اختيار الأسهم، لهذا سوف يحفل كتابنا بعدد هائل من الأمثلة (المستقاة من الماضي) التي تبرهن على الاختلافات الجوهرية القائمة بين سعر السهم وقيمته؛ ولهذا ينبغي على الأذكياء الذين يجيدون التعامل مع الأرقام الذهاب إلى جولة في وول ستريت، وجني ثمار حماقة الآخرين!

فشراء أسهم مهملة، وبالتالي متدنية القيمة، بغرض الربح تمثل تجربة طويلة الأمد تختبر صبر المستثمر، كما يعد بيع الأسهم الرائجة، وبالتالي مرتفعة القيمة على المكشوف بمثابة اختبار ليس لشجاعة المرء وصبره فحسب، بل لحجم موارده المالية أيضًا 31 . . وعلى الرغم من صحة المبدأ المتبع، وإمكانية النجاح في تطبيقه فإنه ليس بالأمر الهين اليسير الذي يمكن للمرء أن يبرع في أدائه.

31 يُقصد بمصطلح "البيع على المكشوف" المراهنة على تدني سعر سهم ما، وليس ارتفاعه. وتجري عملية المراهنة هذه على ثلاث مراحل: أولًا: أن تقترض أسهمًا من شخص يمتلكها؛ وبعد ذلك تسرع ببيع الأسهم المقترضة؛ وأخيرًا تستبدل بهذه الأسهم أسهمًا أخرى تشتريها لاحقًا. فإذا تدهور سعر الأسهم المقترضة فسيكون بوسعك شراء الأسهم التي تم استبدالها بأسعار أدنى. ويتمثل إجمالي الربح الذي سوف تحققه في الفرق بين السعر الذي بيعت عنده أسهمك المقترضة والسعر الذي دفعته لقاء أسهم الإحلال (ويتم خصم رسوم توزيعات الأسهم أو الفوائد، وكذلك عمولة السمسار من هذا الربح). أما إذا حدث أن ارتفع سعر الأسهم بدلًا من أن ينخفض، فسوف تتكبد خسارة فادحة وسيكون اللجوء إلى هذا الأسلوب مضاربة غير مقبولة لدى أغلب المستثمرين من الأفراد.

مما لا شك فيه أن هناك عددًا كبيرًا من "الأوضاع الخاصة" التي يمكن الاعتماد عليها بمرور السنين في تحقيق عائد سنوي يبلغ 20% أو يزيد بحد أدنى من

المخاطرة، ولكن فقط لمن يمكنه تلمس طريقه وسط دروب ومسالك الاستثمار. ومن بين تلك الأساليب أسلوب المراجحة بين الأوراق المالية (أي الشراء والبيع المتزامن للأوراق المالية) وأرباح الأسهم الموزعة وجدولة الديون التي تتم تصفيتها وأساليب معينة لعمليات التغطية التي تهدف إلى توفير الحماية. ومن أشهر هذه الأساليب أسلوب الدمج أو الاستحواذ المتوقع الذي يؤدي إلى زيادة قيمة أسهم بعينها زيادة هائلة على مستوى أسعارها وقت الإعلان عن الدمج أو الاستحواذ. ومع ارتفاع عدد مثل هذه الصفقات ارتفاعًا هائلًا في غضون السنوات القليلة الماضية لابد أنها كانت فترة مربحة للغاية بالنسبة للمحنكين الذين يفهمون هذه المعطيات. ولكن مع كثرة الإعلان عن عمليات الدمج، ظهرت العديد من العقبات التي حالت دون إتمامها وأوقفت صفقاتها؛ مما أدى إلى وقوع عدد محدود من الخسائر الفردية بسبب ما كان يعد في يوم ما من الأيام بمثابة عمليات موثوق بها ويمكن الاعتماد عليها. وربما يكون المعدل الإجمالي للأرباح قد تضاءل في الوقت نفسه من جراء المنافسة حامية الوطيس 32

....

32 في أواخر الثمانينيات عندما تعددت عمليات الاستيلاء على الشركات ضد رغبة إدارتها وقيام المديرين بشراء حصة محددة في شركاتهم، تكونت بـ وول ستريت مكاتب خاصة للمراجحة للاستفادة من وقوع أي خطأ في تسعير هذه الصفقات المعقدة. ولقد برعوا في القيام بعملهم إلى الدرجة التي جعلت

الصفقات السهلة المربحة تذهب أدراج الرياح؛ مما كان سببًا في اختفاء تلك المكاتب. وعلى الرغم من أن "جراهام" قد تناول هذا الموضوع في موضع آخر من الكتاب، فإن هذه الصورة من تداول الأسهم لم تعد مجدية أو ملائمة بالنسبة إلى غالبية الأفراد طالما أن الصفقات التي تبلغ قيمتها ملايين الدولارات هي الوحيدة التي يمكن أن تدر أرباحًا مقبولة نظرًا لضخامتها. وبوسع الأثرياء من الأفراد والمؤسسات الاستفادة من هذه الإستراتيجية بالتعامل مع صناديق التغطية المتخصصة في الدمج أو "حتى" المضاربة.

ويبدو أن تقلص الأرباح التي تحققت في ظل وجود تلك الأوضاع الخاصة بمثابة تجسيد لعملية تدمير الذات، والأمر في هذه الحالة يشبه قانون تقلص العوائد والذي ظهر وتطور في أثناء إعداد هذا الكتاب. لقد نجحنا في عام 1949في تقديم دراسة عن تقلبات سوق الأسهم طوال الخمسة والسبعين عامًا السابقة، وهي دراسة تؤيد صيغة تعتمد على حساب الأرباح ومعدلات الفائدة الموجودة في الوقت الراهن لتحديد مستوى شراء أسهم مؤشر داو جونز بأدنى من قيمتها "الأساسية " أو "الحقيقية "، ثم البيع بسعر أعلى من هذه القيمة. وكانت هذه الصيغة تجسيدًا للحكمة المتبعة داخل بيت عائلة "روتشيلد" والقائلة: "اشتر بالرخيص، وبع بالغالي" 33 . وهي حكمة تتناقض مع تلك المتبعة بـ وول ستريت التي تنصح بشراء الأسهم عندما ترتفع قيمتها ثم بيعها عندما تهبط قيمتها. ولكن للأسف لم تعد تلك الصيغة ذات جدوى بعد عام 1949. وهناك مثال آخر

تجسده "نظرية داو" الشهيرة التي تتناول تحركات سوق الأسهم، في إطار المقارنة بين نتائجها الجيدة المؤكدة خلال الفترة ما بين عامي 1897 و1933، ومستوى أدائها المشكوك فيه منذ عام 1934.

33 كانت عائلة "روتشيلد"، والتي كان يمثلها "ناثان ماير روتشيلد"، هي القوة المهيمنة على عالم الاستثمارات المصرفية والسمسرة في أوروبا في القرن التاسع عشر. وللمزيد حول التاريخ المضيء لهذه العائلة، راجع كتاب "نيل فيرجسون" (*The House of Rothschild :*
Money's Prophets 1798 – 1848) ، دار نشر فايكنج
1998.

أما المثال الثالث والأخير على الفرص الذهبية التي لم تعد متاحة مؤخرًا فيتمثل في تركيز جانب كبير من تعاملاتنا في وول ستريت على شراء الأسهم التي تعد صفقة مربحة والتي يسهل التعرف عليها لتدني السعر الذي تباع به عن قيمة حصتها في صافي الأصول الحالية (أي رأس المال العامل)، دون احتساب مباني الشركة أو سائر أصولها الأخرى بالطبع، وبعد استقطاع جميع الخصوم المحسوبة على السهم. وكان من الواضح أن سعر بيع هذه الأسهم أدنى بكثير من قيمة الشركة. ولم يكن ثمة مالك ولا صاحب حيازة يفكر في بيع ما يمتلكه بمثل هذا السعر البخس. ولكن المثير للعجب هو أن مثل هذه الصفقات الشاذة لم يكن من الصعب آنذاك العثور عليها؛ ففي عام 1957 نُشِرَت قائمة تضم ما يقرب من مائتي إصدار من هذا النوع بالسوق. ولقد كانت أسهم الصفقات مربحة بشتى الصور العملية، وكان

متوسـط عائـدها السـنوي أعلـى ربـحًا عـن سـائر الاستثمارات الأخرى. لكن هذه الأسهم اختفت من سوق الأسهم فـي العقـد التـالي، واختفـى معها مجـال مـن مجـالات الاسـتثمار المؤكـدة التـي كـان يعتمـد عليـها المستثمر المغامر. ولكن عند مستويات أسعار عام 1970 المتـدنية، ظـهر عـدد كبير من أسهم "رأس المال شبه العامل"، وعلى الرغم من أن السوق كانت قد شهدت حدوث انتعاش، ظل عدد كبير من تلك الأسهم قائمًا حتى نهاية العام ليشكل حافظة مالية كاملة.

وفـي ظـل الظـروف الحاليـة، لا تزال أمـام المسـتثمر المغامر فرص جمة لتحقيق نتائج أعلى من المتوسط. فلابد أن يكون هناك من بين الأوراق المالية المتداولة عدد كافٍ من الأسهم التي تم التقليل من قيمتها طبقًا للمعايير المنطقية الموثوق بها. وهذه الأسهم قد تعود على صاحبها بنتائج أفضل من أسهم مؤشر داو جونز الصـناعي، أو أي مـن نظرائـه. وكمـا نعتقـد، فـإن تلـك الأسهم لن تستحق ما يتكبده المستثمر من جهد بحثًا عنها ما لم يأمل في أن يحقق من ورائها عائدًا يربو على العائد السنوي المعتاد بنسبة 5% قبل خصم الضرائب. ولسـوف نسـتعرض واحـدًا أو أكثر من تلك الأسـاليب الخاصة بانتقاء الأسهم التي تناسب المستثمر الجريء.

تعليقات على الفصل الأول

ينبع الشقاء الإنساني من مصدر واحد فقط ألا وهو: الجهل بكيفية البقاء ساكنًا في غرفة.

ـ بليز باسكال

لماذا في رأيك يهلل السماسرة ببورصة نيويورك فرحًا عند سماع جرس الإغلاق، بغض النظر عن مستوى أداء البورصة في ذلك اليوم؟ والجواب هو أنهم يحتفلون بما سيجنون من المال في كل مرة تقوم فيها بالمتاجرة في الأسهم بغض النظر عما إذا كنت قد صادفت حظًّا عاثرًا أو طيبًا. إن قيامك بالمضاربة بدلًا من الاستثمار يؤدي إلى تضاؤل فرص تحقيقك للثروة في الوقت الذي تتزايد فيه فرص تحقيق آخرين لها.

مما لا شك فيه أنه ما من تعريف أوضح للاستثمار مثل التعريف الذي وضعه "جراهام" والذي جاء فيه: "إن الاستثمار هو العملية التي تؤمن لك إذا ما تحريت الدقة فيما تقوم به من تحليلات الحفاظ على أصل المبلغ المستثمر، وتحقيق عائد مقبول" 34 ، وينبغي عليك ملاحظة أن الاستثمار تبعًا لتعريف "جراهام" يتكون من ثلاثة عناصر:

34 إن "جراهام "يذهب في تعريفه لما هو أبعد من ذلك؛ حيث يتناول بالتفصيل كل مصطلح من المصطلحات الواردة فيه مشيرًا إلى أن: "التحليل الدقيق" إنما يعني "دراسة الحقائق على ضوء المعايير الأساسية القياسية للأمان والقيمة ". بينما يعني مصطلح "تأمين أصل

المبلغ" "توفير الحماية ضد التعرض للخسارة في ظل جميع الظروف العادية أو أي ظروف أو متغيرات أخرى محتملة ومعقولة" أما العائد "الكافي" أو "المُرْضي" فيشير إلى أي معدل أو عائد يقبل به المستثمر مهما قلت قيمته شريطة أن يتعامل معه بحكمة. (راجع كتاب Security Analysis ، 56 و 55 صفحتي ،1934 طبعة).

- • ضرورة قيامك بعمل تحليل دقيق لأوضاع الشركة وقوة أنشطتها الرئيسية قبل الإقدام على ابتياع أسهمها.
- • ضرورة وقاية نفسك من خطر التعرض لخسائر فادحة.
- • ضرورة التطلع إلى تحقيق عائد "مقبول" وليس خارقًا للعادة.

إن المستثمر يحدد قيمة سهم ما بناء على قيمة أنشطة الشركة التي أصدرته. أما المُضارب فيراهن على ارتفاع سعر السهم لأن شخصًا آخر سوف يدفع المزيد لقاء الحصول عليه. فطبقًا لما ذكره "جراهام" ذات مرة، يحكم المستثمر على "سعر السوق طبقًا للمعايير الأساسية لتقدير القيمة" في حين يضع المضاربون "معايير القيمة الخاصة بهم طبقًا لسعر السوق" 35 . فعروض أسعار الأسهم المستثمرة كالماء والهواء بالنسبة للمضارب، إذا منعتها عنه فسيموت، أما المستثمر، فاهتمامه بما يطلق عليه "جراهام" اسم "قيم السعر المعروضة" يكاد يكون معدومًا؛ لذلك يحث "جراهام" المرء على الاستثمار فقط إذا ما شعر

بالارتياح لامتلاك سهم ما من الأسهم، حتى إن لم تتيسر له معرفة سعره اليومي 36 .

35 كتاب *Security Analysi* طبعة 1934، صفحة 310.

36 كانت نصيحة "جراهام" في إحدى المقابلات التي أجريت معه هي: "عليك أن تسأل نفسك السؤال التالي: إذا لم تكن هناك سوق لتداول هذه الأسهم، هل كنت سترغب في استثمار أموالك في هذه الشركة بحالتها الراهنة؟ (مجلة *Forbes* عدد يناير 1972، ص 90).

إن المضاربة قد تكون مسلية بل ومجزية أيضًا (هذا إذا حالفك الحظ) شأنها في ذلك شأن المراهنة أو سباقات الخيول، لكنها أسوأ سبل الوصول إلى الثراء؛ وذلك لأن وول ستريت، شأنه في ذلك شأن لاس فيجاس أو سباقات الخيول، قد احتاط لكل من تسول له نفسه محاولة هزيمته في لعبة المضاربة!

ولكن من ناحية أخرى، يعد الاستثمار صورة فريدة من صور المراهنات؛ فالاستثمار مراهنة لا تتعرض فيها للخسارة في نهاية المطاف ما دمت تلعب طبقًا للقواعد التي تمهد السبيل أمامك لتنال مآربك؛ فالمستثمر يجني المال من أجل نفسه، أما المضارب فيجني المال من أجل السماسرة؛ ولهذا السبب، يقلل وول ستريت على الدوام من شأن المزايا الدائمة للاستثمار بينما يزيد من إغراء المضاربة.

في العجلة الندامة

يحذر "جراهام" من خطأ الخلط الدائم بين المضاربة

والاستثمار؛ حيث أدى ذلك إلى حدوث دمار شامل خلال فترة التسعينيات حين بدا أن الجميع قد نفد صبرهم دفعة واحدة، وغدت أمريكا أمة من المضاربين لا يسكنها إلا متعاملو البورصة الذين أخذوا يقفزون من سهم لآخر مثل الجراد المنتشر في حقل من الحقول المليئة بالقش في أحد أيام شهر أغسطس.

لقد شرع الناس في اعتقاد أن معيار الحكم على مدى كفاءة أسلوب ما من أساليب الاستثمار، هو ببساطة قدرته على "تحقيق النجاح"، فإن هم تغلبوا على السوق في أي وقت مهما بلغت خطورة أساليبهم أو سذاجتها، فإنهم سرعان ما يتباهون بأنهم كانوا "على صواب" في آرائهم، ولكن المستثمر الذكي لا يعنيه أن يكون محقًّا في آرائه بصورة مؤقتة. فلكي تحقق أهدافك المالية طويلة الأجل، عليك أن تكون على صواب بصورة فعلية وراسخة. ولقد بدا أن الأساليب التي شاعت في التسعينيات مثل: تداول الأسهم بصورة يومية وتجاهل أسلوب التنويع وتقلب الوجوه في سماء صناديق الاستثمار المشتركة الرابحة أو اتباع "نظم" انتقاء الأسهم تؤتي ثمارها، ولكن لم يكن ليكتب لها الاستمرار على المدى البعيد لأنها لم تستوفِ معايير "جراهام" الثلاثة الخاصة بالاستثمار.

وحتى تدرك لماذا لا يعد ارتفاع العوائد مؤقتًا دليلًا يثبت أي شيء، دعنا نتخيل أن هناك مكانين يبعدان عن بعضهما البعض بـ 130 ميلًا. وإذا ما راعينا السرعة القصوى المسموح بها والتي تصل إلى 65 ميلًا في الساعة، فسيمكنني قطع هذه المسافة في ساعتين.

ولكن إذا قدت بسرعة 130 ميلًا في الساعة فعندئذٍ يمكنني قطعها في ساعة واحدة فقط. فإذا ما حاولت فعل ذلك وكتبت لي النجاة فهل أكون "محقًّا" حينها؟ وهل عليك حينئذٍ أن تحذو حذوي لأنك رأيتني أتباهى بأنني أفلحت في القيام بهذا الأمر؟ إن الأمر لا يختلف كثيرًا فيما يتعلق بالحيل والألاعيب المستخدمة للتفوق على السوق، فعلى المدى القريب سوف تتمكن من تحقيق النجاح ما دام الحظ يحالفك، ولكن بمرور الوقت سوف تتسبب في هلاكك!

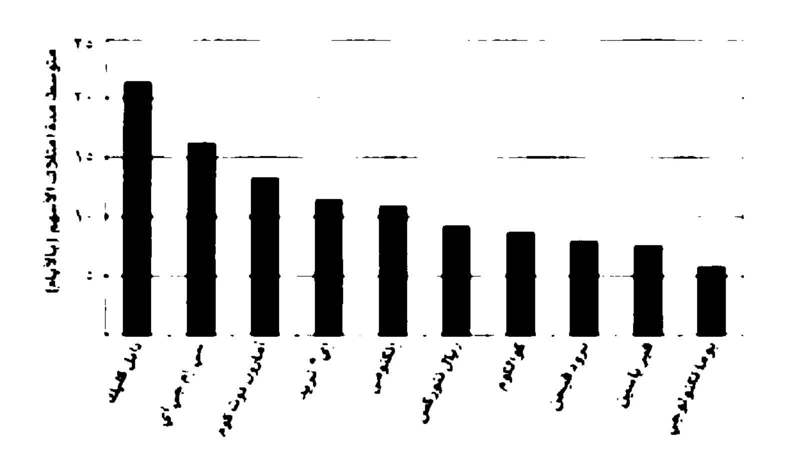
عندما قام "جراهام" في عام 1973 بتنقيح هذا الكتاب للمرة الأخيرة، كان معدل الدوران السنوي لبورصة نيويورك للأسهم 20%؛ مما كان يعني آنذاك أن حامل السهم التقليدي كان يحتفظ بسهمه لمدة خمس سنوات قبل بيعه، ولكن في عام 2002 بلغ معدل الدوران نسبة الـ 105%؛ مما يعني قصر مدة الحيازة لتصل إلى 11.4 شهر فحسب. وفي عام 1973 بلغ متوسط فترة حيازة صناديق الاستثمار المشتركة للسهم ما يقرب من ثلاث سنوات، وبحلول عام 2002 تقلصت فترة الحيازة هذه إلى 10.9 شهر فقط. وبدا الأمر كأن مديري تلك الصناديق الاستثمارية يمعنون النظر في تلك الأسهم لكي يعلموا أنه ما كان ينبغي لهم شراؤها من البداية، ثم الإسراع في التخلص منها والبدء من جديد.

بل إن أكثر شركات توظيف الأموال احترامًا انتابها القلق أيضًا؛ ففي أوائل عام 1995 وضع "جيفري فينيك" مدير صندوق فيديلتي ماجلان (الذي كان يعد أكبر صناديق الاستثمار في العالم) 42.5% من أصول

الصندوق في أسهم شركات التكنولوجيا. وقد صرح بأن أغلب حملة الأسهم "استثمروا أموالهم في الصندوق من أجل أهداف لن تتحقق قبل سنوات... وأظن أننا جميعًا نصبو إلى تحقيق أهداف متشابهة لأنهم يؤمنون مثلي بأن الاستثمار طويل الأجل هو الأفضل". ولكن بعد انقضاء ستة أشهر على كتابة تلك الكلمات التي تنم عن تفكير ناضج، ومتطور قام "فينيك" ببيع غالبية أسهم التكنولوجيا التي لديه متخلصًا بذلك مما بلغت قيمته 19 مليار دولار في غضون ثمانية أسابيع محمومة. وهو ما يعد مبلغًا كبيرًا "على المدى البعيد". وبحلول عام 1999، كان قسم السمسرة بـ "فيديلتي" يلهث وراء عملائه مشجعًا إياهم على المتاجرة في أي مكان وفي أي وقت، باستخدام حاسب آلي بحجم الكف، اتسق تمامًا مع الشعار الجديد للشركة "الثانية الواحدة تساوي مالًا".

الشكل 1-1

أسهم فائقة السرعة



الزجاج الأمامي للشاحنة والتي يبدو فيها شاطئ إحدى المناطق الاستوائية، يسأل السائق: "هل أنت ذاهب لقضاء إجازة؟"، فيباغته السائق قائلًا: "في حقيقة الأمر هذا هو مسقط رأسي". فيرد المدير الذي أخذته هذه الإجابة على حين غرة بقوله: "إن المكان يبدو كالجزيرة!" فيجيبه السائق بصوت يغلب عليه الشعور بنشوة الانتصار قائلًا: "في الواقع هي دولة".

إن الدعاية لم تتوقف عند هذا الحد، بل تمادت إلى أبعد من ذلك فصورت تداول الأسهم عبر الإنترنت كأنه أمر لا يحتاج إلى جهد ولا يتطلب تفكيرًا؛ ففي إعلان لشركة أميرتيريد تظهر اثنتان من ربات البيوت عادتا لتوهما من ممارسة رياضة الجري، فإذا بإحداهما تجلس إلى الحاسب الآلي، وتنقر على الفأرة بضع مرات، ثم سرعان ما تعلو أمارات البهجة قسمات وجهها قائلة: "أظن كسبت لتوي1700 دولارا!". وفي إعلان تليفزيوني آخر لمؤسسة سمسرة تسمى ووتر هاوس يظهر شخص يسأل مدرب كرة السلة "فيل جاكسون" بقوله: "هل لديك معرفة بتداول الأسهم؟"، فيجيبه "فيل" قائلًا: "سأجري بعض معاملاتها فورًا" (ترى، كم عدد المباريات التي من الممكن أن تفوز بها فرق "إن بي إيه" التي يدربها "فيل جاكسون" لو أنه طبق فلسفته هذه على أرض ملعبها؟ وفي ظني أن صيغة: "لا أعلم عنهم شيئًا ولكنني مستعد لتحديهم واللعب معهم على الفور" لا تبدو هي الأسلوب الأمثل للفوز بالبطولة).

بحلول عام 1999 أضحى عدد الذين يقومون بتداول الأسهم عبر الإنترنت ستة ملايين شخص تقريبًا يقوم

عشرهم بعمليات تداول يومية مستخدمين الإنترنت في بيع وشراء الأسهم بسرعة فائقة. لقد كان الجميع بدءًا من الممثلة والمغنية الشهيرة "باربرا سترايسند" إلى "نيكولاس بارباس"، نادل سابق في ملهى كوينز بنيويورك يبلغ الخامسة والعشرين من عمره يقومون بقذف الأسهم هنا وهناك كأنهم يتلاعبون بقطع الفحم الساخنة. ويقول "بارباس":"لقد كنت أضع أموالى فيما مضي في استثمارات طويلة الأجل، ولكني اكتشفت أن ذلك لم يكن أمرًا ينم عن الذكاء في شيء". أما اليوم، فيقوم "نيكولاس" بتداول الأسهم سواء بالبيع أو الشراء عشر مرات يوميًا، ومن المتوقع أن يجني أرباحًا تبلغ قيمتها مائة ألف دولار في السنة. وتقول "باربرا سترايسند" في إحدى المقابلات التي أجرتها معها مجلة *Fortune* : "لا قِبَل لي برؤية اللون الأحمر في جانب عمود الخسائر أو الأرباح؛ فأنا من أصحاب برج الثور؛ لذلك إذا رأيت اللون الأحمر فإنني أنفعل، وسرعان ما أقوم ببيع أسهمي على الفور" 38 .

38 كان حَرِيًّا بـ "سترايسند" الإنصات إلى ما قاله "جراهام"؛ فما من مستثمر ذكي يتخلص من أسهمه فقط لمجرد تدهور أسعارها؛ لذلك كان يجب عليها الاستعلام عما إذا كانت قيمة الأنشطة الأساسية للشركة قد تغيرت أم لا.

إن التدفق المستمر للمعلومات المتعلقة بالأسهم داخل المطاعم وعند مصفف الشعر وفي المطابخ والمقاهي وسيارات الأجرة ومواقف الشاحنات وعلى المواقع المالية على شبكة الإنترنت وعلى شاشات قنوات

التليفزيون المالية حوَّل سوق الأسهم إلى لعبة فيديو قومية لا تتوقف قط؛ فقد أصبح العامة على دراية بالأسواق أكثر من ذي قبل. ولكن للأسف في الوقت الذي غرقوا في البيانات حتى آذانهم عزت المعرفة واختفت؛ إذ انفصمت عرى الوشائج القائمة بين الأسهم والشركة التي أصدرتها، فاستحالت إلى نظريات مجردة أو علامات تتحرك عبر شاشات التلفزة أو الكمبيوتر فقط. فإذا كانت تتحرك في اتجاه الصعود فما من شيء آخر له قيمة.

ومن ناحية أخرى كشفت شركة جونو للخدمات عبر شبكة الإنترنت في العشرين من ديسمبر عام 1999، عن خطة رائدة لأعمالها، تمثلت في خسارة أكبر قدر ممكن من المال عمدًا. فقد أعلنت الشركة أنها منذ ذلك الحين سوف تقدم خدمات البيع بالتجزئة بلا مقابل، ولن تحصل رسومًا على استخدام البريد الإلكتروني أو الدخول على شبكة الإنترنت، وأنها بصدد إنفاق الملايين من الدولارات على الإعلانات خلال العام التالي، فارتفعت قيمة أسهم الشركة بعد هذا الإعلان من 16.375 دولار إلى 66.75 دولار للسهم في غضون يومين 39 .

39 بعد اثني عشر شهرًا هبطت قيمة أسهم شركة جونو إلى 1.093 دولار.

فلم يثقل المرء نفسه بعبء التحقق من أرباح الشركة أو السلع والخدمات التي تنتجها، أو معرفة إدارتها، أو حتى اسم الشركة؟ فكل ما عليك معرفته عن أسهمها

هو رمزها الموجود على شريط الأخبار الذي تجري من خلاله الإشارة إليها في عمليات التداول، مثل " CBLT، INKT، PCLN، TGLO، VRSN، WBVN 40 . فبهذه الطريقة يسهل عليك شراؤها بصورة أسرع، دون إهدار الثانيتين اللتين قد تستغرقهما في قراءة اسمها كاملًا على محرك البحث بالإنترنت؛ ففي أواخر عام 1998، تضاعف سعر أسهم شركة صغيرة تسمى تمكو سيرفيسز تعمل في صيانة المباني، قلما يجري تداول أسهمها إلى ثلاثة أمثال قيمته في غضون دقيقتين وبحجم تداول قياسي. ولكن لماذا؟ إن الأمر ببساطة لا يتعدى كونه شكلًا غريبًا من أشكال الأخطاء المالية النادرة؛ فكل ما هنالك أن آلاف المتعاملين في البورصة أقدموا على شراء أسهم تمكو لخلطهم بين رمزها في شريط الأخبار ورمز شركة تيكت ماستر إحدى شركات الإنترنت المفضلة التي تم طرح أسهمها للتداول العام لأول مرة ذلك اليوم 41 !

40 إن رمز الشركة هو اختصار لاسمها يتراوح طوله ما بين حرف أو أربعة أحرف، وهو نوع من أنواع الاختزال للتعريف بسهم بغرض التداول.

41 لم تكن هذه حالة منفردة؛ ففي ثلاث مناسبات أخرى تسبب المتعاملون في البورصة بصفة يومية خلال فترة التسعينيات في رفع قيمة السهم الخطأ عندما خلطوا بين رمزه ورمز شركة إنترنت أخرى جديدة.

لقد كان "أوسكار وايلد" يتندر بالشخص المتهكم الساخر حين قال عنه: "يعرف ثمن كل شيء، ولا يعرف قيمة أي

شـيء". وهكـذا طبـقًا لمقولـة أوسـكار تتجلـى صـفة السـخرية فـي السـوق دائـمًا، ولكـن بحلـول فتـرة التسعينيات كانت تلك الصفة قد بلغت ذروتها لدرجة تكفي لأن تصيب "أوسكار وايلد" نفسه بالصدمة؛ فلقد كان رأي واحد فقط حول السعر لا يدعمه من الأسانيد سوى النزر اليسير كفيلًا بمضاعفة قيمة سهم الشركة حتى إن لم يتسنَّ التحقق من قيمة تلك الأسهم بصورة كاملـة. ولكـن فـي أواخـر عـام 1998 حـذَّر "هنـري بلودجـيت"، أحـد محللي مؤسـسة سـي آي بـي سـي أوبنهايمر قائلًا: "كما هي الحال مع جميع أسهم الإنترنت، فـإن عمليـة التقييم فـي الأغلـب فـن أكثر منه علمًا". وللدلالة على احتمال تحقيق نمو مستقبلي اختار موقع أمازون دوت كوم كهدف لارتفاع السعر من 150 دولارًا إلى 400 دولار دفعة واحدة. فكان أن ارتفع سعر سهم أمـازون بنسـبة 19% فـي اليوم نفسـه ورغـم إعـلان "بلودجـيت" لاحـقًا أن تنبـؤه كان على مدار عام، فقد تعدت قيمة السهم 400 دولار في غضون ثلاثة أسابيع فقط. وبعد ذلك بعام تنبأ "ولتر بيك" محلل باين ويبر بارتفاع سعر سهم كوالكوم ليبلغ 1000 دولار للسهم في غضون الشهور الاثني عشر التالية. وارتفع سعر السهم بمقدار1.842 % في ذلك العام وشهد ارتفاعًا آخر بنسبة 31% في اليوم نفسه؛ ليصل سعر السهم إلى 659 دولارًا 42 .

42 تراكمت خسائر أمازون دوت كوم و كوالكوم ما بين عامي 2000 و 2001 لتبلغ 85.8% و71.3% من قيمة أسهمهما على الترتيب.

من الإستراتيجيات إلى الإخفاق التام

مما لا شك فيه أن عملية التداول المتسرع لأسهمك كمن أمسكت النيران بتلابيبه ليس هو الشكل الوحيد من أشكال المضاربة؛ فخلال العقد المنصرم أو نحوه، كانت تشيع بين الناس إستراتيجيات مضاربة الواحدة تلو الأخرى وما إن تظهر حتى تتلاشى. لكن قد جمعت بينها بعض السمات ألا وهي تحقيقها مكسبًا سريعًا!، وسهولة التعامل معها، وعدم التسبب في إحداث أي أضرار مطلقًا ولكنها جميعًا انتهكت معايير الاختلاف القائم بين الاستثمار والمضاربة التي وضع شروطها "جراهام"، وإليك بعض هذه الإستراتيجيات التي كانت شائعة:

- • **مكاسب ومواسم**: لقد شاع الترويج لعبارة "تأثير شهر يناير" أي ميل الأسهم الصغيرة إلى تحقيق مكاسب ضخمة بنهاية العام على صفحات المقالات الأكاديمية والكتب الرائجة بين أيدي الناس خلال فترة الثمانينيات. وأشارت هذه الدراسات إلى أنك إذا أقدمت على شراء أسهم صغيرة في النصف الثاني من شهر ديسمبر واحتفظت بها حتى يناير، وحينئذٍ يكون بوسعك التفوق على السوق بنسبة تتراوح ما بين خمسة إلى عشرة بالمائة؛ مما أذهل العديد من الخبراء. فلو كان الأمر بمنتهى السهولة على هذا النحو لعلم الجميع ولأقدم الكثير من الناس على فعل ذلك ولتبددت الفرص!

إذن ما السبب وراء شيوع ما يسمى بصدمة يناير؟ بادئ

ذي بدء، يقدم العديد من المستثمرين على التخلص من أسهمهم منخفضة القيمة في أواخر كل عام للاستفادة من خسائرهم في خفض ضرائبهم. ثانيًا، يزداد تحلي المديرين الماليين المحترفين بأقصى درجات الحيطة والحذر بينما يوشك العام على الانتهاء طمعًا في الحفاظ على أدائهم المتفوق (أو تلافي تدني مستوى أدائهم)؛ مما يجعلهم يترددون في شراء (أو حتى الإبقاء على) سهم آخذ في التدهور. وإذا كان السهم لشركة مغمورة وكان أداؤه متدنيًا فلن يحبذ المديرون الماليون الإبقاء عليه ليظهر في قائمة ما في حوزتهم في نهاية العام. لقد أسهمت جميع تلك العوامل في جعل الأسهم الصغيرة عبارة عن مقايضات خاطفة؛ وعندما يتبعها توقف عمليات البيع التي يكون دافعها الضرائب في شهر يناير من كل عام، سرعان ما ترتفع قيمتها محققة أرباحًا مرتفعة ومكسبًا سريعًا.

إن تأثير شهر يناير لم يتلاش كلية، ولكنه أخذ ينحسر رويدًا رويدًا؛ فطبقًا للبروفيسور "وليام شويرت" من جامعة روتشستر، إذا قمت بشراء هذه الأسهم الصغيرة في أواخر ديسمبر ثم قمت ببيعها في أول يناير، فستحقق أرباحًا تفوق متوسط أرباح السوق بـ 8.5% طوال الفترة ما بين عامي 1962 و 1979، أو بنسبة السوق بـ 4.4 نقطة في الفترة ما بين عامي 1980 و 1989، أو بـ 5.8 نقطة في الفترة ما بين 1990 و 2001 . 43

43 "ناقش "شويرت" تلك الاكتشافات في ورقة بحثية عبقرية بعنوان: "Anomalies and Market Efficiency

"التي يمكن الاطلاع عليها بالموقع الإلكتروني http: //
Schewert.ssb.rochester.edu/papers.htm .

ومع تزايد شيوع تأثير شهر يناير بين الناس يقوم المزيد من المتاجرين بشراء تلك الأسهم في ديسمبر؛ مما يحولها إلى صفقة غير مربحة ويؤدي إلى انخفاض أرباحها. وعلى الرغم من أن تأثير شهر يناير هو الأكثر شيوعًا بين الأسهم الصغيرة ولكن طبقًا لمجموعة بليكسوس وهي إحدى المؤسسات النابهة في مجال تقدير نفقات السمسرة الرئيسية فإن التكلفة الإجمالية لشراء تلك الأسهم الصغيرة وبيعها قد تلتهم زهاء 8% من حجم استثماراتك 44 . وللأسف مع اقترابك من سداد ما يستحق عليك من مبلغ لسمسارك تكون جميع الأرباح التي تحققت من جراء تأثير يناير قد تلاشت من بين يديك.

44 انظر تعليق مجموعة بليكسوس 54 بعنوان "قمم الثلج الرسمية لتكاليف الصفقات " The Official I ceberges of Transaction " يناير 1998 بالموقع الإلكتروني www. plexusgroup.com/ ..fs-research.html

- • **عليك باتباع "الأساليب الناجحة "**: في عام 1996 نشر مدير مالي مغمور اسمه "جيمس أوشونسي" كتابًا بعنوان *What Works On Wall Street* . قال فيه مدعيًا: "إن بوسع المستثمر التفوق على السوق". ولقد زعم "أوشونسي" زعمًا مثيرًا للدهشة؛ حيث قال: "إنه في

الفترة ما بين عام 1954 وعام 1994 كان بوسعك مضاعفة مبلغ عشرة آلاف دولار إلى 8074504 دولارات، محققًا بذلك عائدًا يبلغ عشرة أمثال قيمة متوسط العائد السنوي المرتفع الذي يصل إلى 18.2% سنويًا. ولكن كيف يتسنى للمرء فعل ذلك؟ يقول "أوشونسي" إنه يمكن القيام بهذا الأمر من خلال شراء مجموعة من الأسهم يصل عددها إلى خمسين سهمًا من تلك الأسهم التي حققت أعلى عوائد خلال عام واحد وحققت كذلك أرباحًا مرتفعة طول خمس سنوات على التوالي ويقل سعرها عن قيمة عوائد الشركة المصدرة لها بمرة ونصف 45 . وكما لو كان هو "توماس إديسون" بالنسبة لـ سوق المال، نال "أوشونسي "براءة الاختراع الأمريكية رقم 5978778 عما يعرف بـ "الإستراتيجيات التلقائية" وقام بتأسيس مجموعة من أربعة صناديق استثمارية بناءً على ما توصل إليه من اكتشافات. وبحلول نهاية عام 1999، كانت تلك الصناديق قد استحوذت على ما يربو على 175 مليون دولار من العامة، وهكذا أعلن "أوشونسي" بثقة في بيانه السنوي لحملة الأسهم قوله: "إنني آمل دائمًا أن نحقق معًا أهدافنا طويلة الأجل، بأن نظل نمضي على الدرب، ونلتزم بإستراتيجيتنا الاستثمارية التي أثبتت الأيام صحتها".

-

45 "جيمس أوشونسي" *What Works On Wall Street* (مكجرو هيل 1996) صفحة xvi . ومن 273- 295.

لكن "الأساليب الناجحة" في وول ستريت أصبحت

عقيمة عقب قيام "أوشونسي" بالترويج لها؛ فقد تدهور أداء اثنين من صناديقه الأربعة كما يبين الشكل (1- 2)، حتى إنهما خرجا من السوق في أوائل عام 2000، ثم أتت سوق المال (طبقًا لمعايير مؤشر إس آند بي 500) على ما تبقى من صناديقه الاستثمارية في غضون أربع سنوات متتالية.

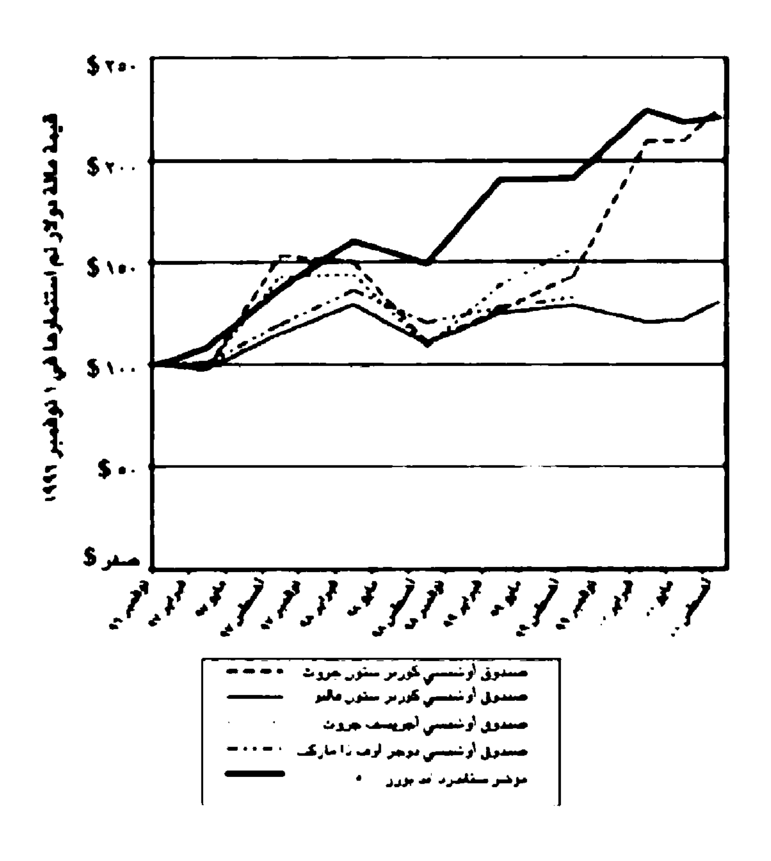
وفـي يونـيو عـام 2000 كـاد "أوشـونسي" يقتـرب من تحقيق أهدافه "طويلة الأجل" وذلك عن طريق تغيير الإدارة القـديمة للصـناديق وتسـليم إدارتـها إلـى مدير جــديد تــاركًا لعملائــه مــهمة النضــال "مــع تلــك الإستراتيجيات الاستثمارية التي أثبت الزمن صحتها" 46 . ومما لا شك فيه أن شعور حملة أسهم صناديق "أوشونسي" الاستثمارية بالاستياء كان من الممكن أن يكون أقل حدة لو أنه وضع عنوانًا أكثر دقة لكتابه، كأن يسميه مثلًا "الأسـاليب التـي كـانت ناجحـة فـي وول ستريت إلى أن قمت بتأليف كتابي هذا"!!

46 مـن العجـيب، أن أداء صـندوقي الاسـتثمار اللذين كتبـت لـهما النجـاة مـن مجموعـة "أوشـونسي" (يطلق عليهما الآن صندوقا "هينيسي") أخذ في التحسن فور إعلانه تكليف شركة أخرى بمهمة إدارتهما؛ مما ملأ قلوب حملة الأسهم غيظًا وحنقًا؛ ففي إحدى غرف الدردشة عبر الإنترنت على موقع www.morningstar.com ، قال أحدهم وهو يستشيط غضبا: "يبدو أن الأجل الطويل في عرف السيد "أوشونسي" هو ثلاث سنوات"! فأجابه آخر بقوله: "إنني أشاطرك شعورك بالألم، فلقد كنت أنا أيـضًا مـن مؤيـدي أساليب "أوشـونسي". ولقد أخبرت

العـديد مـن الأقـارب والأصـدقاء عـن هـذا الصـندوق، والـيوم أشـعر بسـعادة غـامرة لأنـهم لـم يسـتمعوا إلـى مشورتي ".

الشكل 1 -2

الأساليب التي كانت ناجحة في وول ستريت



المصدر: مؤسسة مورنينج ستار

- ٠ اتبع إستراتيجية "الأربعة الأدنى": أعلن موقع

"موتلـي فـوولز" على شـبكة الإنتـرنت في منتصـف التسعينيات (وبضع كتب أخرى) عن أسلوب يطلق عليه إستراتيجية "الأربعة الأدنى". وطبقًا للموقع، كان بمقدور المسـتثمر "أن يحقـق عائدًا يحطم متوسطات السـوق طوال الخمسة والعشرين عامًا السابقة"، بل "التفوق على عوائد صناديق الاستثمار المشترك" أيضًا؛ وذلك بقضاء "خمـس عشـرة دقيقـة مـن وقتـه فقـط كـل عـام" في تخطـيط اسـتثماراته. والأفضـل مـن هـذا كله أن ذلك الأسلوب لم يكن ينطوي إلا على "قدر محدود للغاية من المخاطرة". وكان كل ما يحتاج إليه المرء هو التالي:

1 - 1. اقتناء خمسة من أدنى أسهم مؤشر "داو جونز" سعرًا وأعلاها ربحًا.

2 - 2. استبعاد أقلها سعرًا.

3 - 3. وضع 40% من قيمة استثماراتك في ثاني أقل الأسهم سعرًا.

4 - 4. وضع 20 % من الاستثمارات في كل سهم من الأسهم الثلاثة المتبقية.

5 - 5. بعد مرور عام تفقد أسهم "داو" ثانية، ثم أعد تكوين محفظتك الاستثمارية طبقًا للخطوات من 1 إلى 4.

6 - 6. عليك تكرار المحاولة عامًا بعد آخر حتى تصبح ثريًّا.

وطبقًا لمزاعم "موتلي فوولز "يؤدي اتباع هذا الأسلوب في غضون خمسة وعشرين عامًا إلى تحقيق عائد يفوق متوسط العائد السنوي للسوق بـ 10.1 نقطة. وخلال العقدين التاليين ظل الزعم بأن استثمار مبلغ 20000

دولار طبقًا لأسلوب "الأربعة الأدنى"، سيضاعف المبلغ ليصل إلى 1791000 دولار (كما زعموا أن بوسع المستثمر الوصول إلى ما هو أفضل من ذلك باقتناء خمسة من أسهم "داو جونز" التي تعد توزيعاتها الأعلى من نوعها وقسمتها على الجذر التربيعي لسعر السهم مع استبعاد السهم الذي تكون نتيجته مرتفعة وشراء الأسهم الأربعة الأخرى).

ودعنا نتأكد مما إذا كانت هذه "الإستراتيجية" تنطبق عليها التعريفات التي وضعها "جراهام" لمصطلح الاستثمار أم لا:

- • أي نوع من "التحليل الدقيق" هذا الذي يبرر إغفال السهم ذي السعر الأكثر إغراء والأعلى ربحية والإبقاء على سائر الأسهم الأربعة الأخرى التي تفتقر إلى وجود الصفات المرغوب فيها؟
- • كيف يمثل وضع 40 % من استثماراتك في سهم واحد "الحد الأدنى للمخاطرة"؟
- • بل كيف يمكن لمحفظة استثمارية اقتصرت على أربعة أسهم لا غير أن تمثل تنويعًا في الاستثمارات "يحافظ على أصل المبلغ المستثمر"؟

وباختصار يمكن القول بأن أسلوب (الأربعة الأدنى) كان من أكثر إستراتيجيات اختيار الأسهم ابتذالًا، حيث ارتكب الخطأ نفسه الذي وقع فيه "أوشونسي"، فلو أمعن المرء النظر بما يكفي في هذا الكم الهائل من بيانات السوق، لاستخلص منه العديد من الأنماط

الاستثمارية ولو عن طريق المصادفة. كما سيكون من قبيل المصادفة العشوائية أيضًا أن يجمع بين الشركات التي تزيد عوائد أسهمها على متوسط عوائد الأسهم الأخرى العديد من الأشياء المشتركة. فإذا لم يكن لهذه العوامل أثر في تفوق أداء هذه الأسهم، فلن يصح اللجوء إليها في التنبؤ بعوائدها المستقبلية.

وليس ثمة عامل واحد مما "اكتشفه" موقع موتلي فوولز رغم كل هذا الضجيج الفارغ بدءًا باستبعاد السهم ذي العائد الأعلى ومضاعفة الاستثمارات في ثاني أعلى الأسهم عائدًا، وانتهاءً بقسمة توزيعات السهم على الجذر التربيعي لسعر السهم يمكن أن يؤدي إلى أو يفسر الأداء المستقبلي لسهم ما. ولقد توصلت مجلة Money إلى أن محفظة استثمارية تضم أسهمًا لشركات لا تحتوي أسماؤها على أحرف مكررة، ستؤدي إلى تحقيق النتيجة نفسها التي تؤدي إليها إستراتيجية "موتلي فوولز"، وكل ذلك نتاج المصادفة البحتة 47 . وكما اعتاد "جراهام" أن يكرر على مسامعنا قوله إن الأداء الجيد أو المتدني للأسهم يعتمد على الأداء الجيد أو المتدني للشركة المصدرة لها، لا أكثر ولا أقل.

47 انظر مقال "جايسون زفايج" بعنوان False Profits مجلة Money أغسطس 1999، الصفحات 55، 57. كما يمكنك قراءة مناقشة متأنية لأسلوب الأربعة الأدنى على الموقع التالي : www.investorhome.com/fool.htm .

ويقينًا، لم تؤد إستراتيجية (الأربعة الأدنى) إلى اكتساح

السوق، وإنما أدت بدلًا من ذلك إلى اكتساح حياة الآلاف ممن توهموا أن ذلك أسلوب جيد للاستثمار؛ ففي عام 2000 وحده، فقدت أسهم الأربعة الأدنى، وهي شركات كاتربيلر، وإيستمان كوداك، و إس بي سي، وجنرال موتورز 14% من قيمة أسهمها فيما انخفض مؤشر داو جونز بـ 4.7% فقط.

وكما توضح هذه الأمثلة، ليس هناك ما يؤدي للكوارث في سوق المال إلا مثل هذه الأفكار الغبية. وما من أسلوب من أساليب الاستثمار المزعومة يمكنها الصمود أمام قانون "جراهام". وكل الأساليب الآلية التي تهدف إلى الوصول إلى أفضل أداء للأسهم، إنما هي "نوع من أنواع تدمير الذات الذي يشبه قانون العوائد المتدنية". ومما لا شك فيه أن هناك سببين لضياع العوائد، أولهما أن تكون إستراتيجية الاستثمار مبنية على الإحصاءات العشوائية (مثل إستراتيجية الأربعة الأدنى)، الزمن كفيل بإثبات خلوها من المنطق في المقام الأول. أما السبب الثاني، وهو إن كانت هناك إستراتيجية ناجحة في الماضي (كتأثير يناير)، فسوف يتهافت على اتباعها أساطين السوق مما يفقدها فاعليتها في المستقبل.

إن كل ما سبق إنما يؤكد التحذير الذي أطلقه "جراهام" بضرورة ابتعادك عن المضاربة والتعامل معها كما يتعامل المضاربون المحنكون:

- • إياك وتضليل نفسك عن طريق إيهامها بأنك تستثمر بينما تقوم بالمضاربة.

- • المضـاربة تتحـول إلـى خطـر يـهدد حيـاتك مـا إن تأخذها على محمل الجد.
- • عليـك أن تضـع حـدودًا للمبلـغ الـذي تـرغب فـي المخاطرة به.

وكما يفعل المضاربون عليك بالالتزام بتخصيص مبلغ ضئيل من الحافظة المالية ووضعه في حساب يسمى "المال المجنون"، وتعد نسبة العشرة بالمائة من مجموع ثروة المرء منا، تمثل الحد الأقصى المسموح به لتلك المقايضات الخطرة. وإيـاك وخلـط المبلغ المخصص للمضاربة وذاك المقصور على الاستثمار، وإياك أن تسمح لأفكار المضاربة بأن تهيمن على ذهنك وعلى أنشطتك الاستثمارية، وإيـاك أن تضـارب بـأكثر من عُشر قيمة أصولك مهما كانت الظروف.

وسواء جاءت الريح بما تشتهي السفن أم لا، فستبقى المضاربة جزءًا من الطبيعة البشرية، جزءًا يستعصي على أغلب الناس السيطرة عليه. لكن علينا أن نكبح جماحـه ونمسـك بزمامـه. وتلـك هـي الطريقـة المثلـى لضمان عدم خداعك لنفسك واهمًا إياها بأن هناك خلطًا بين الاستثمار والمضاربة!

الفصل 2

المستثمر والتضخم

مما لا جدال فيه أن التضخم وسبل مكافحته قد شغلا حيزًا كبيرًا من تفكير الناس خلال السنوات القليلة الماضية. كما كان لتقلص القوة الشرائية للدولار في الماضي، والخوف (أو الأمل بالنسبة للمضاربين) من حدوث المزيد من التدهور المفزع في المستقبل أكبر الأثر في فكر وول ستريت؛ فمن الجلي أن أصحاب الدخول الثابتة سيتأثرون بارتفاع تكاليف المعيشة، كما ستتأثر أصول المبالغ المخصصة للاستثمار بالقدر ذاته. أما حملة الأسهم فالفرصة متاحة أمامهم لتعويض خسارة القوة الشرائية للدولار بارتفاع عوائد أسهمهم وأسعارها.

وبناء على هذه الحقائق التي لا يمكن إنكارها، استخلصت عدة هيئات مالية ما يلي: (1) تعد السندات على وجه الخصوص صورة من صور الاستثمار غير المرغوب فيها. (2) وبالتالي تعد الأسهم العادية بطبيعتها هي صورة الاستثمار الأكثر قبولًا من السندات. ولقد سمعنا عن مؤسسات خيرية نصحها البعض بأن تجعل محافظها الاستثمارية تتكون من الأسهم فقط دون السندات 48 . وهذه نصيحة تتناقض مع ما كان عليه الوضع في الماضي حين كان ينبغي قصر استثمارات الصناديق الاستثمارية بقوة القانون على السندات الممتازة (ولكن فضل القليل من الأشخاص استثمار أموالهم في الأسهم).

48 بحلول أواخر التسعينيات انتشرت تلك النصيحة التي تتلاءم مع المنظمات أو الأوقاف التي تقيم استثماراتٍ طويلة الأجل بين أفراد المستثمرين الذين لن تطول أعمارهم. وفي النسخة التي نشرت عام 1994 من كتابه القيم *Stocks For the Long Run* أوصى "جيرمي سيجل" أستاذ المالية، بكلية وارتون، المستثمرين "القادرين على تحمل المخاطرة "باتباع أسلوب الشراء على المكشوف واقتراض ما يربو على ثلث القيمة الصافية لاستثماراتهم لتصير نسبة 135% من أصولهم أسهمًا. بل ولقد انخرط المسئولون الحكوميون في هذا الأمر أيضًا؛ ففي فبراير من عام 1999، صرح السيد "ريتشارد ديكسون" مدير الخزانة بولاية ميريلاند للحضور في أثناء أحد مؤتمرات الاستثمار قائلًا: "ليس من المنطقي أبدًا أن يضع المرء ماله في صندوق لاستثمار السندات".

وإنني على يقين من أن لدى القراء فطنة كافية ليدركوا أنه حتى الأسهم المرتفعة الجودة لا تمثل هدفًا أفضل لعمليات الشراء من السندات "مهما كانت الظروف" بغض النظر عن مدى ارتفاع سوق الأسهم أو تدني عائد التوزيعات بالمقارنة بمعدلات السندات. لكن هذا القول سخيف بقدر ما هو سخيف ترديد نقيضه والذي شاع لسنوات مضت وهو أنه بأية حال من الأحوال يعد أي نوع من أنواع السندات أكثر أمانًا من الأسهم. وسوف نحاول في هذا الفصل تطبيق مختلف المعايير على عامل التضخم؛ وذلك لتحديد المدى الذي قد يذهب إليه المستثمر في تأثره بالتوقعات الخاصة بارتفاع

مستويات السعر في المستقبل.

وينبغي في هذا الصدد كما هي الحال في سائر شئون المال الأخرى أن ترتكز تصوراتنا للسياسة المستقبلية على المعرفة بالماضي. فهل التضخم شيء جديد بالنسبة لهذا البلد، على الأقل في صورته الخطيرة التي طالعنا بها منذ عام 1965؟ فإذا كنا قد شهدنا معدلات تضخم مماثلة (أو أسوأ منها)، فما الدروس المستفادة التي يمكن الاستعانة بها لمواجهة التضخم الحالي؟ وفي معرض الجواب عن هذه التساؤلات، دعونا نستهل بالجدول (2-1)، وهو تلخيص تاريخي مكثف يحوي معلومات جمة عن التغيرات في المستوى العام للأسعار وما يصاحبه من تغيرات في أرباح الأسهم العادية وقيمتها السوقية. وسوف تبدأ أرقامنا بعام 1915، وهكذا يمكن تغطية فترة زمنية تصل إلى 55 عامًا، مقسمة في صورة فواصل زمنية تصل مدة كل واحدة منها إلى خمس سنوات. (وقد استخدمنا عام 1946 بدلًا من 1945 لتلافي القيود التي فرضت على السعر خلال العام الأخير من الحرب).

جدول 2 - 1 المستوى السعري العام، ومكاسب الأسهم، وأسعار الأسهم لفترات يفصل ما بينها مدة خمس سنوات، بين عامي 1915 1970

		1915	1920	1925	1930	1935	1940	1946 ج	1950	1955	1960	1965	1970
المستوى السعري أ	بيع الجملة	38	84.5	56.6	47.3	43.8	43	66.1	86.8	97.2	100.7	102.5	117.5
	سعر المستهلك	35.4	69.8	61.1	58.2	47.8	48.8	68	83.8	93.3	103.1	109.9	134
معامل شراء إس آند بي 500 ب	المكاسب			1.24	0.97	0.76	1.05	1.06	2.84	3.62	3.27	5.19	5.36
	السعر	8.31	7.98	11.15	21.63	15.47	11.02	17.08	18.4	40.49	55.85	88.17	92.15
نسبة التغير عن المستوى السابق	أسعار البيع بالجملة		96+ %	33.4-	16.5-	7.4-	0.2-	53.7+	31.5+	6.2+	9.2+	1.8+	14.6+
	أسعار المستهلك		96.8+ %	12.4-	4.7-	18-	2.1+	40+	23.1+	11.4+	10.5+	6.6+	21.9+
	مكاسب الأسهم				21.9- %	21.6-	33.1+	1+	168+	27.4+	9.7-	58.8+	3.3+
	أسعار الأسهم		4%-	41.5-	88+	26-	28.8-	55+	21.4+	121+	38+	57+	4.4+

أ المتوسطات السنوية. كان المستوى السعري لعام 1957 = 100. ولكن باستخدام أساس آخر وهو أساس 1967 = 100. أصبح متوسط عام 1970 116.3 لأسعار المستهلكين، و 110.4 لأسعار الجملة طبقًا لمؤشر الأسهم

ب كان المتوسط السائد بين عامي 1941 و 1943 هو 10

ج استخدمنا عام 1946 لتلافي القيود السعرية التي فرضت في أثناء الحرب

وسوف نلاحظ أول ما نلاحظ تعدد تجارب التضخم التي مررنا بها في السابق، بل سنجد الكثير منها. ولقد تمثلت جرعة التضخم الأقوى التي استمرت طوال خمس سنوات في الفترة ما بين عام 1915 وعام 1920 حين وصلت تكاليف المعيشة إلى الضعف، هذا بالمقارنة بزيادة بلغت 15% في الفترة ما بين عامي 1965 و 1970. وبين هاتين الفترتين، شهدنا ثلاث فترات انهارت خلالها الأسعار، تلتها ست فترات ارتفع خلالها التضخم بمعدلات متباينة، كان بعضه منخفضًا إلى حد ما. وبناء على ما تقدم، يتوجب على المستثمر أن يتوقع استمرار التضخم أو تكرار حدوثه مجددًا.

ولكن أيمكننا التنبؤ بمعدل التضخم قبل أن تلوح بشائره في الأفق؟ والجواب هو أنه ليس ثمة إجابة واضحة يتضمنها الجدول؛ فهو يعكس مختلف أنواع المتغيرات؛

لذلك يبدو من المنطقي أن نستقي توقعاتنا من التاريخ المتسق للسنوات العشرين الماضية. ولقد بلغ متوسط الزيادة السنوية في مستوى سعر المستهلك خلال هذه الفترة إلى 2.5 %، وإلى 4.5% في الفترة ما بين عامي 1965 و 1970، وإلى 5.4 % في عام 1970 وحده. لقد كانت السياسة الحكومية الرسمية تناهض بشدة التضخم واسع النطاق، وهناك أسباب تدعو للاعتقاد بأن السياسات الفيدرالية سوف تكون أشد فاعلية في المستقبل عما كانت عليه خلال السنوات الأخيرة 49 لذلك من المنطقي في تصورنا أن يرتكز المستثمر عند هذه النقطة فيما يضعه من أفكار وقرارات على معدل تضخم مستقبلي (وهو احتمال يخلو من يقين) يصل إلى 3 % سنويًّا تقريبًا (بالمقارنة بالمعدل السنوي البالغ 2.5 % طوال الفترة التي امتدت من عام 1915 وحتى عام 1970 بأسرها).

49 يمثل هذا الرأي إحدى المرات القليلة النادرة التي لا يكون فيها "جراهام" على صواب في رأيه؛ ففي عام 1973 بلغ معدل التضخم بعد عامين من قيام الرئيس "ريتشارد نيكسون" بفرض القيود على الأسعار والرواتب إلى 8.7 %، ليصل بذلك إلى أعلى معدل له منذ الحرب العالمية الثانية. واعتبر العقد الذي امتد من عام 1973 إلى 1982 أشد العقود تضخمًا في التاريخ الأمريكي المعاصر؛ حيث ارتفعت تكاليف المعيشة لما يزيد على الضعف.

ولكن إلام تشير هذه الزيادة؟ تشير هذه الزيادة إلى أنه في ظل تكاليف المعيشة المرتفعة سوف يتآكل ما

يعادل مرة ونصفًا من قيمة الدخل الذي يحصل عليه المرء في الوقت الحالي من السندات الجيدة متوسطة الأجل غير الخاضعة للضرائب (أو ما يعادلها من فئة سندات الشركات الممتازة بعد فرض الضرائب). ورغم أن هذا يعد انكماشًا خطيرًا فإنه ليس ثمة داعٍ للمبالغة في خطورته؛ فلن يعني بالضرورة تناقص القوة الشرائية أو تناقص القيمة الحقيقية لثروة المستثمر بمرور الزمن. وحتى لو أنفق المستثمر نصف الدخل الذي يحققه من الفوائد بعد احتساب الضريبة لاستطاع الحفاظ على قوته الشرائية دون المساس بها، حتى في ظل معدل تضخم سنوي يبلغ 3 %.

لكن السؤال التالي الذي يطرح نفسه هو: "هل يستطيع المستثمر أن يثق تمام الثقة بأنه يحسن صنعًا عندما يشتري أوراقًا مالية أخرى بخلاف السندات ويحتفظ بها حتى في ظل معدل العائد غير المسبوق الذي ساد في الفترة ما بين عامي 1970 و 1971؟ "، ألن يكون من الأفضل قصر الاستثمار على الأسهم فقط بدلًا من توزيعه مناصفة بينها وبين السندات؟ ألا تتوافر الحماية الذاتية ضد التضخم في الأسهم العادية مما يجعلها تدر عائدًا مؤكدًا يفوق عائد السندات؟ ألم تحسن الأسهم إلى المستثمر أكثر من السندات طوال الفترة التي تتناولها الدراسة التي تمتد إلى 55 عامًا؟

في حقيقة الأمر لا تخلو الإجابة عن هذه التساؤلات من التعقيد؛ فلا شك أن أداء الأسهم العادية فاق أداء السندات لفترة طويلة في الماضي؛ حيث كان متوسط ارتفاع مؤشر داو جونز من 77 نقطة في عام 1915 إلى

753 نقطة عام 1970 يسير بمعدل سنوي مركب يصل إلى 4% يمكن أن يضاف إليها متوسط عائد توزيعات تبلغ نسبته 4 % (أما نظيره إس آند بي فتشير أرقامه إلى المعدلات نفسها تقريبًا). وبالطبع تعد هذه النسبة الإجمالية المجمعة التي تصل إلى 8 % سنويًّا أفضل من عوائد السندات طوال فترة الخمسة والخمسين عامًا التي نتحدث عنها نفسها. لكن لا ترتفع العائدات التي تــدرها الأســهم عـن نظيرتـها التـي تتيحـها السـندات الممتــازة الآن. وهــو الأمـر الـذي يقودنـا إلـى السـؤال المنطقي التالي: هل هناك سبب مقنع للاعتقاد بأن أداء الأسهم العادية سوف يكون أفضل في المستقبل مما كان عليه طوال العقود الخمسة والنصف السابقة؟

أما إجابتنا عن هذا السؤال الجوهري، فهي لا بوضوح؛ فقد يرتفع أداء الأسهم العادية في المستقبل عما كان عليه في الماضي، لكن هذا ليس شيئًا مؤكدًا. وتجدر الإشارة هنا إلى أنه عند هذه المرحلة نحن نتعامل مع عنصرين زمنيين يؤثران في نتائج الاستثمار، أولهما يتعلق بما يرجح حدوثه خلال المستقبل البعيد، لِنَقُلْ خلال الخمسة والعشرين عامًا القادمة أما العنصر الثاني فيتعلق بما قد يواجهه المستثمر، سواء ماليًّا أو نفسيًّا، خلال فترة زمنية قصيرة أو متوسطة الأجل، لِنَقُلْ مثلًا خمـس سـنوات أو أقـل. إن تصـوراته العقليـة وآمالـه ومخاوفه، وشعوره بالرضا أو الاستياء مما أقدم عليه فيمـا مضـى، وفـوق هـذا وذاك قـراره بشـأن خطواتـه المقبلة، تحددها جميعًا التجارب التي يمر بها عامًا بعد آخر، وليست الفترة التي يستغرقها استثماره.

ويجوز لنا في هذا المقام اللجوء إلى التعميم، فليس ثمة ارتباط زمني وثيق بين الأوضاع التضخمية (أو الانكماشية) وبين أرباح الأسهم العادية وأسعارها. وليس أدل على هذا مما حدث خلال الفترة الأخيرة (1966 1970)؛ فقد وصل معدل ارتفاع تكاليف المعيشة إلى 22 %، وهو معدل يعد الأعلى من نوعه منذ عام 1946 وحتى عام 1950. ولكن أخذت أسعار الأسهم العادية وأرباحها في التدهور منذ عام 1965. وهناك تناقضات مماثلة بالنسبة لكلا الاتجاهين (التضخم من جهة، والمكاسب والأسعار من جهة أخرى) على مدار السنوات الخمس الماضية.

التضخم وأرباح الشركات

لقد طرحت الدراسة التي أجرتها مؤسسة أمريكان بيزنس على معدل الأرباح الرأسمالية أسلوبًا آخر شديد الأهمية. ومما لا شك فيه أن تلك الأرباح تأرجحت مع تأرجح المعدل العام للنشاط الاقتصادي، وإن لم تظهر أي بادرة للاتجاه بصفة عامة للارتفاع مع تزايد أسعار البيع بالجملة أو ارتفاع تكاليف المعيشة. بل لقد تدهور هذا المعدل بصورة ملحوظة خلال السنوات العشرين الماضية رغم التضخم الذي هيمن على هذه الفترة (ويرجع السبب وراء حدوث هذا التدهور لحد ما إلى احتساب معدلات إهلاك أكثر تحررًا. انظر الجدول 2-2). وقد انتهت دراستنا الموسعة إلى أنه ليس بوسع المستثمر توقع ارتفاع معدل الأرباح بما يفوق المعدل الذي حققته مجموعة مؤشر داو جونز والذي ظل سائدًا خلال السنوات الخمس الأخيرة وبلغ 10 % تقريبًا على

صافي الأصول الملموسة (القيمة الدفترية) بخلاف الأسهم. وحيث إن القيمة السوقية لهذه الأصول تفوق قيمتها الدفترية قيمة سوقية تصل مثلًا إلى 900 في مقابل قيمة دفترية تبلغ 560 وذلك في أواسط عام 1971 فلن يتسنى تحقيق أرباح بسعر السوق الحالية إلا بمعدل يبلغ 6.25 % (وهي علاقة غالبًا ما يجري التعبير عنها بصيغة عكسية، أو "صيغة عدد المرات التي تضاعف خلالها الأرباح"، حيث يُقال على سبيل المثال، إن سعر مؤشر داو جونز الذي وصل إلى 900 نقطة يساوي ضعف القيمة الفعلية للأرباح التي تحققت خلال فترة الاثني عشر شهرًا التي انتهت في يونيو 1971 بثماني عشرة مرة).

وتتسق الأرقام التي أوردناها مع التقدير الذي عرضناه في الفصل السابق تماما، والذي أشرنا فيه إلى أنه بوسع المستثمر توقع تحقيق متوسط عائد يبلغ 3.5 % سنويًّا على القيمة السوقية لأسهمه، مضافة إليه زيادة تبلغ 4 % سنويًّا نتيجة إعادة استثماره للأرباح (ولاحظ أننا افترضنا أن كل دولار يضاف للقيمة الدفترية للسهم سيرفع سعره السوقي بمقدار 1.60 دولار).

ومن ناحية أخرى قد يعترض القارئ على أن حساباتنا لا تفسح المجال في نهاية المطاف أمام تزايد أرباح السهم العادي، ولا تزيد القيم التي تنشأ من معدل التضخم السنوي المتوقع البالغ 3 % سنويًّا. ولكننا نبرر ذلك بأنه ليست هناك دلائل تشير إلى أنه كان هناك تأثير مباشر فيما مضي لمعدل تضخم مماثل في ربحية السهم التي يتم تحقيقها. إن الأرقام العشوائية تشير إلى أن الأرباح

الضخمة التي حققتها وحدة داو جونز خلال العشرين عامًا الماضية، إنما تعزى إلى النمو الهائل في رءوس الأموال المستثمرة الناتجة من إعادة استثمار الأرباح. فلو كان للتضخم أي أثر إيجابي لتمثل في زيادة "قيمة" رأس المال الذي كان قائمًا بالفعل، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره لزيادة معدل أرباح رأس المال القديم، وبالتالي زيادة مجموع رأس المال القديم والجديد معًا. ولكن لم يحدث أي شيء من هذا القبيل خلال العشرين عامًا المنقضية، والتي تزايدت خلالها أسعار البيع بالجملة بما يقرب من 40 % (وكان ينبغي أن تتأثر أرباح الشركات بأسعار الجملة عنها "بأسعار المستهلك"). إن السبيل الوحيد الذي يمكن من خلاله أن يعود التضخم بالنفع على الأسهم العادية هو رفع معدل الأرباح التي تتحقق من الاستثمارات الرأسمالية، وهو أمر لم يحدث من قبل في الماضي.

على ضوء الدورات الاقتصادية السابقة، فإن ارتفاع الأسعار يقترن بالنشاط الجيد والعكس صحيح. ولقد ساد شعور بأن "القليل من التضخم" يعود بالنفع على أرباح المشروعات. ولا يوجد تعارض بين وجهة النظر هذه وبين المرحلة التاريخية الممتدة من عام 1950 وحتى عام 1970، والتي كشفت النقاب عن مزيج يضم ازدهارًا مستمرًا وأسعارًا مرتفعة بصورة عامة. لكن تشير الأرقام إلى أن كل ما تقدم كان له تأثير محدود في قوة أرباح رأس مال السهم العادي ("رأس مال حقوق الملكية")، بل لم يسهم كل ذلك في الحفاظ على معدل أرباح الاستثمار. ولا مراء في أنه كانت هناك تأثيرات

تعويضية مهمة حالت دون زيادة ربحية الشركات الأمريكية ككل، وكان من أهم هذه التأثيرات ما يلي: (1) زيادة الرواتب بمعدلات فاقت إنتاجية الأفراد. (2) الحاجة الملحة إلى مقدار هائل من رءوس الأموال الجديدة؛ مما أدى إلى انخفاض نسبة المبيعات إلى رأس المال العامل.

وتشير الأرقام الواردة في الشكل (2-2) إلى أنه بعيدًا عن الفائدة التي عادت على شركاتنا وحملة أسهمها من التضخم، فقد كان له تأثير عكسي تمامًا؛ فأكثر ما يسترعي الانتباه في هذا الجدول هو تلك الأرقام التي تشير إلى ارتفاع معدل ديون الشركات الأمريكية في الفترة ما بين عامي (1950 و 1969). ومما يثير الدهشة حقًّا أن رجال الاقتصاد والمال بـ وول ستريت قد غفلوا عن هذا التطور؛ فقد تضاعفت ديون تلك الشركات لما يقارب خمسة أمثال قيمتها السابقة، في حين وصلت أرباحها (قبل فرض الضرائب) إلى الضعف فقط. ومع التزايد الهائل في أسعار الفائدة أضحى من الواضح أن إجمالي قيمة ديون الشركات قد أصبح يشكل عائقًا اقتصاديًّا ضخمًا تسبب في وقوع مشكلات خطيرة وجدية للعديد من المشروعات الفردية (ولاحظ أن صافي أرباح عام 1950 بعد احتساب الفائدة وقبل فرض ضريبة الدخل بلغ 30 % من قيمة ديون المشروعات تقريبًا، بينما لم تتجاوز 13.2 % في عام 1969، لذلك لم يكن معدل عام 1970مرضيًا بالتأكيد). وخلاصة القول أن الجانب الأكبر من أرباح أسهم الشركات التي تبلغ 11% تحقق بفعل الزيادة الهائلة في

الديون الجديدة التي بلغت تكلفتها 4% أو أقل بعد خصم الضريبة. ولو استمرت شركاتنا على معدل دين عام 1950 لاستمر تدهور أرباح رءوس أموال الأسهم على الرغم من التضخم.

الجدول 2-2 ديون منظمات الأعمال وأرباحها وعوائد رءوس أموالها في الفترة ما بين عامي 1950 و 1969

		أرباح منظمات الأعمال			
السنة	صافي ديون المنظمة مقدرة بالمليار	قبل اقتطاع ضرائب الدخل مقدرة بالمليون	بعد الضريبة مقدرة بالمليون	نسبة العائد على رأس المال طبقا لمؤشر "إس آند بي" أ	طبقًا لمصادر أخرى ب
1950	$ 140.2	$ 42.6	$ 17.8	% 18.3	% 15
1955	212.1	48.6	27	18.3	12.9
1960	302.8	49.7	26.7	10.4	9.1
1965	453.3	77.8	46.5	10.8	11.8
1969	692.9	91.2	48.5	11.8	11.3

أ يمثل هذه النسبة خارج قسمة المكاسب المحققة سنويًا طبقًا لمقياس ستاندرد آند بورر على متوسط القيمة الدفترية.

ب استقينا الأرقام الخاصة بسنتي 1950 و 1955 من Cottle and Whitman، والأرقام الخاصة بالفترة من 1960 إلى 1969 من مجلة فورتشن.

ولقد اعتبرت سوق الأسهم مشروعات المرافق العامة ضحية رئيسية للتضخم؛ فقد سقطت بين شقي رحى: ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة، وصعوبة زيادة الأسعار التي يتم احتسابها في إطار القواعد الرقابية المعمول بها. ولكن تجدر الإشارة هنا إلى أن ارتفاع تكاليف وحدة الكهرباء والغاز والخدمات الهاتفية بمعدل أقل كثيرًا من مؤشر السعر العام يضع تلك الشركات في وضع إستراتيجي أقوى في المستقبل؛ إذ خَوَّلَ القانون لهذه الشركات فرض أسعار تكفل لها تحقيق عائد كافٍ من رأسمالها المستثمر؛ مما قد يوفر الحماية لحملة أسهمها في المستقبل من التضخم كما كانت الحال في الماضي.

مما لا شك فيه أن كل النقاط سالفة الذكر تعيدنا مجددًا إلى النتيجة السابقة التي سبق أن انتهينا إليها، ألا وهي أنه ليس لدى المستثمر أساس لتوقع تحقيق ما يربو

على متوسط العائد العام، الذي قد يبلغ 8% على سبيل المثال، من حافظة مالية استثمارية تضم أسهمًا عادية من فئة أسهم داو جونز قام بشرائها بمستوى الأسعار التي كانت سائدة أواخر عام 1971. وحتى إذا ما اتضح أننا قد قللنا من شأن تلك التوقعات إلى حد كبير، فإن ذلك لن ينطبق على برنامج الاستثمار في الأسهم بأسره. وإذا كان ثمة شيء مضمون في المستقبل، فهو أن قيمة الأرباح ومتوسط القيمة السوقية السنوية للحافظة المالية القائمة على الأسهم لن تزيد بمعدل موحد يصل إلى 4%، أو أي معدل موحد آخر. وكما قال "جيه. بي. مورجان" المخضرم في كلمته الخالدة عن تلك المعدلات: "مصيرها التقلب في النهاية" 50 ؛ مما يعني بداية أن مشتري الأسهم العادية بأسعار اليوم أو الغد يعرض نفسه لمخاطرة كبرى تتمثل في تحقيق نتائج غير مرضية لعدة سنوات؛ فلقد استغرقت شركة جنرال موتورز (بل ومؤشر داو جونز نفسه) خمسة وعشرين عامًا ليتعافيا من الخسارة الفادحة التي لحقت بهما في الفترة ما بين عامي 1929 و 1932. فضلًا عن ذلك، إذا كان المستثمر قد جعل حافظته الاستثمارية مقصورة على الأسهم العادية فمن المحتمل أن يضل طريقه إما بسبب الارتفاعات التي تدعو للبهجة، أو الانخفاضات التي تبعث على الشعور بالاكتئاب. ويتجلى هذا الأمر بوضوح خاصة إذا ما ارتبط المنطق الذي يفكر فيه المستثمر بتوقعات حدوث مزيد من الارتفاع في معدل التضخم؛ فعندما تلوح في الأفق بشائر سوق المضاربة على الصعود لن يرى في الارتفاع الهائل في قيمة الأسهم نذير سوء لما يخبئه القدر من هبوط محتوم.

ولن يعتبره فرصة سانحة لجني أرباح جيدة، بل سيرى فيها مبررًا لافتراض وجود التضخم ومواصلة شراء الأسهم العادية، بغض النظر عن مدى ارتفاع مستوى السوق أو مدى انخفاض عائد التوزيعات، وهذا الطريق في نهايته الندم بلا شك.

50 يعد "جون بييربونت مورجان" أقوى رجال المال في نهاية القرن التاسع عشر وبدايات القرن العشرين. وكان كثيرًا ما يُسأل عن التغيرات اللاحقة في سوق المال لما له من تأثير ونفوذ، وكان يجيب إجابة جامعة مانعة فيقول: "مصيره التقلب". انظر " جين ستروس" في كتابها *Morgan : American Financier* ، طبعة
(Random House 1999 عام)، 11صفحة.

بدائل الأسهم العادية للحماية من آثار التضخم

إن أفضل سياسة يتبعها كل من لا يثق بعملته المحلية في جميع أنحاء العالم هي شراء الذهب. وهي سياسة تتعارض مع القانون الأمريكي العام منذ سنة 1935 وهو من يمن الطالع بالنسبة لهم؛ ففي خلال الخمسة والثلاثين عامًا المنصرمة زاد سعر الذهب في السوق المفتوحة من 35 دولارًا للأوقية إلى 48 دولارًا في أوائل عام 1972، وهي زيادة لم تتجاوز 35 %. لكن طوال هذه الفترة لم يحصل مالك الذهب على أي دخل في صورة عائد من رأسماله، وبدلًا من ذلك تكبد بعض المصاريف في مقابل تخزينه. ومما لا شك فيه، أنه كان بوسعه تحقيق منفعة أكبر بماله لو أنه قام بادخاره في البنك وحصل على الفوائد على الرغم من ارتفاع مستوى

الأسعار بصفة عامة.

إن الإخفاق شبه التام للذهب في توفير الحماية ضد خسارة القوة الشرائية يلقي بظلال كثيفة من الشك على قدرة المستثمر العادي على حماية نفسه من التضخم عن طريق تخزين ماله في صورة "أشياء" 51 ، فقلما تحقق الأشياء النفيسة زيادة هائلة في قيمتها السوقية بمرور السنين كالألماس ورسوم الفنانين العظام، والطبعات الأولى من الكتب والطوابع والعملات النادرة، وخلافه. لكن المرء يساوره في العديد من هذه الحالات إن لم يكن في أغلبها شعور بوجود شيء ما غير طبيعي أو مشكوك فيه أو زائف في أسعارها المعلنة؛ فمن العسير أن يفكر المرء في دفع67500 دولار مقابل دولار أمريكي مصنوع من الفضة يعود تاريخه إلى عام 1804 (وإن لم يتم سكه آنذاك بالفعل) "على سبيل الاستثمار". ولكن تجدر الإشارة هنا إلى أنه ليست لنا خبرة سابقة بهذا المجال، فئة قليلة من قرائنا سوف تجد السباحة في تياره آمنة ويسيرة.

51 يشعر " بيتر إل. بيرنستين " فيلسوف الاستثمار أن "جراهام" قد وقع في خطأ فادح بشأن المعادن النفيسة، وخاصة الذهب، ذلك المعدن الذي أظهر قدرة عظيمة (على الأقل بعد سنوات من كتابة "جراهام" لهذا الفصل) على التغلب على آثار التضخم. ويتفق المستشار المالي "وليم بيرنستين" مع هذا الرأي مشيرًا إلى أنه في حالة قصور أداء الذهب، لن يُحدث استثمار مبلغ ضئيل من المال في المعادن النفيسة (ولنقل إنه استثمار لا يتجاوز 2% من إجمالي الأصول) أي أضرار، أما إن كان أداء

الذهب جيدًا، فسيعود ذلك بعوائد جمة وباهرة قد تتجاوز نسبة الـ 100% في غضون عام واحد فقط. لدرجة تضفي بهاءً وجاذبية حتى على أكثر الحافظات المالية ضعفًا. ومع ذلك فإن المستثمر الذكي يتجنب الاستثمار المباشر في الذهب لارتفاع تكاليف تخزينه وتأمينه؛ وبدلًا من ذلك ينبغي عليه اللجوء إلى استثمار أمواله في صندوق استثماري متنوع على نحو جيد ومتخصص في أسهم شركات المعادن النفيسة التي لا تتعدى المصاريف السنوية التي تتقاضاها 1%. وينبغي عليك أيضًا قصر حصتك فيها على 2% من إجمالي أصولك المالية (أو 5% إن جاوز بك العمر الخامسة والستين).

لطالما اعتبرت ملكية العقارات استثمارًا طويل الأجل وصائبًا ويحمل في طياته الحماية من التضخم. لكن لسوء الحظ فإن قيمة العقارات عرضة هي الأخرى لتقلبات واسعة النطاق؛ حيث من السهل ارتكاب أخطاء فادحة في انتقاء مواقعها، وفي السعر المدفوع ثمنًا لها ناهيك عن الشراك التي ينصبها وكلاء البيع؛ لذلك فإن بيت القصيد هو أن المستثمر محدود الموارد لن يجد تنويع الاستثمارات حلًّا عمليًّا اللهم إلا إذا دخل في شتى صور الشراكة مع آخرين وتحمل ما يصاحبها من مخاطر ناجمة عن طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام، وهي مخاطر لا تختلف كثيرًا عن تلك الناجمة عن حيازة الأسهم العادية. وهذا أيضًا ليس مجال خبرتنا، ولكن كل ما نود أن نهمس به في أذن المستثمر هو "انتبه لموطئ قدمك قبل أن تخطو".

العادية بمستوياتها الحالية (أي عند 892 نقطة بمؤشر داو جونز)؛ فنحن نشعر للأسباب سالفة الذكر بأنه لا قِبَل للمستثمر المتحفظ بتحمل نتائج عدم تخصيص جزء لا بأس به من حافظته الاستثمارية للأسهم العادية، حتى إن كان ذلك هو أهون الضررين، فالأشد ضررًا ألا تضم الحافظة المالية سوى السندات فحسب.

تعليقات على الفصل الثاني

الأمريكيون يزدادون قوة؛ فقبل عشرين عامًا، كانت كمية البقالة التي يتم شراؤها بعشرين دولارًا تتطلب شخصين ليحملاها. أما اليوم، فبوسع طفل في الخامسة من عمره القيام بهذه المهمة.

ـ هنري يانجمان

التضخم...؟ ومن ذا الذي يعبأ به؟

على الرغم من متوسط الزيادة السنوية في تكلفة السلع والخدمات في الفترة ما بين عام 1997 وعام 2002 التي قاربت 2.2 %، لا يزال رجال الاقتصاد يؤمنون بأن هذا المعدل المتدني مبالغ فيه 52 (فعلى سبيل المثال انخفضت أسعار الكمبيوتر والأجهزة الإلكترونية المنزلية، بينما ارتفعت جودة العديد من السلع؛ مما يعني حصول المستهلكين على قيمة أفضل مقابل أموالهم). خلال السنوات الأخيرة بلغ المعدل الحقيقي للتضخم في الولايات المتحدة ما يقرب من 1% سنويًا، وهي زيادة لا تذكر؛ مما دفع رجال المال النابهين إلى إعلان "وفاة التضخم" 53 .

52 مكتب الإحصاءات العمالية بالولايات المتحدة، الذي يتولى حساب مؤشر سعر المستهلك المستخدم في تقدير معدل التضخم، وهو موقع شامل ومفيد : www.bls.gov/cpi/home/htm .

53 لمناقشة أكثر ثراء عن سيناريو " وفاة التضخم "، نرجو زيارة موقع www.pbs .org/newshour/bb/

economy/july-dec97/inflation12-16.html . في عام 1996 أعلنت لجنة بوسكن، وهي لجنة تضم مجموعة من الاقتصاديين طلبت الحكومة الأمريكية منها التحقق من دقة معدل التضخم الرسمي، أن المعدل المعلن عنه مبالغ فيه بما يقارب نقطتين في المائة سنويًّا. وللاطلاع على تقرير اللجنة نرجو زيارة الموقع التالي: www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html .

وعلى الجانب الآخر يرى العديد من خبراء الاستثمار في الوقت الراهن أن الانكماش (أو تدني الأسعار) يمثل مصدرًا لخطر أشد من التضخم؛ لذلك فإن أفضل سبل الوقاية من مخاطر التضخم هي ضم السندات إلى الحافظة الاستثمارية كأحد مكوناتها الدائمة. (انظر التعليق على الفصل الرابع).

وهم المال

هناك سبب آخر من أسباب تغافل المستثمرين عن أهمية التضخم، ألا وهو ما يسميه علماء النفس بـ "وهم المال". ومعناه ببساطة أنك إذا تلقيت علاوة تبلغ 2 % سنويًّا بينما يبلغ معدل التضخم 4 %، فسوف ينتابك شعور أفضل بالارتياح عما إذا اقتطع من راتبك 2 % في وقت لا يوجد فيه تضخم. ومع ذلك فإن التغيير الذي يطرأ على راتبك سوف يقودك في كلتا الحالتين إلى النتيجة ذاتها، وهي تناقص قيمته بمعدل 2 % بعد التضخم. وطالما ظل التغير الاسمي الذي طرأ (طفيفًا كان أو بالغًا) إيجابيًّا فنحن نراه بمثابة بادرة جيدة وإن كانت النتيجة الحقيقية (أي النتيجة التي تعقب التضخم) سلبية، وأي تغير يطرأ على راتبك يكون أشد تأثيرًا وتحديدًا عن

التغـيير العـام الـذي يطـرأ علـى الأسـعار داخـل إطـار الاقتصاد ككل 54 ، وبالمثل انتاب المستثمرين شعور بالابتهاج للحصول على أرباح من شهادات الاستثمار المصرفية تصل إلى 11 % في عام 1980 ولكن انتابهم شعور مرير بالإحباط حينما بلغت عوائدهم 2 % فقط فـي عـام 2003، وعلـى الرغم من خسارتهم المال في أثنـاء فتـرة التضـخم التـي كـانت سائدة آنذاك فإنهم يحاولون مواكبة معدلات التضخم في الوقت الراهن. إن معـدل الأربـاح الاسـمي يتـم طبعه فـي إعلانـات البنك وعلى واجهته، حيث تجعلنا الأرقام المرتفعة الكبيرة نشعر بالابتهاج، ولكن يظل التضخم يلتهم هذه الأرقام سرًّا. وبدلًا من القيام بانتزاع إعلانات الصحف، يقوم التضخم بانتزاع ثرواتنا؛ لهذا كان من اليسير التغافل عن التضخم، وكان من المهم قياس مدى نجاحك في الاسـتثمار، لـيس فقـط بمقـدار مـا حققتـه، ولكـن بمـا تستطيع استبقاءه بعد التضخم.

54 لمزيد من المعرفة حول هذه العثرة السلوكية، راجع مصـطلح وهـم المـال " money illusion " مـن كتـاب اشـترك فــي تأليفـه كـل مـن: "إلـدار شـافير"، و"بـيتر دياموند"، و"آموس تفيرزكي" بعنوان *Choices، Values، and Frames* (مطبعة جامعة كامبردج، عام 2000، الصفحات 335، 355).

ومـن الحقـائق الأسـاسية التـي ينبغـي علـى المسـتثمر الذكي أن يجعلها ماثلة أمام عينيه دائمًا هي ضرورة توخي الحذر مما يخبئه له القدر في جعبته من أشياء غير متوقعة لم يتحسب لها. وهناك ثلاثة أسباب وجيهة

لاعتقاد أن التضخم لم يختفِ بعد وهي كآلاتي:

- • لقد ضربت الولايات المتحدة مؤخرًا (في الفترة 1973 - 1982) واحدة من أعنف موجات التضخم في تاريخها؛ فطبقًا لمؤشر سعر المستهلك ارتفعت الأسعار إلى الضعف أو أكثر خلال تلك الفترة بمعدل زيادة سنوي يناهز 9 %. وفي عام 1979 وحده بلغ معدل التضخم 13.3 % ؛ مما أصاب الاقتصاد بالشلل خلال ما أصبح يعرف بفترة "الركود التضخمي" وأدى بالعديد من المعلقين إلى التساؤل عن قدرة الولايات المتحدة على المنافسة على المستوى العالمي 55 ؛ فقد ارتفعت أسعار السلع والخدمات التي كانت تساوي 100 دولار في بداية عام 1973، لتبلغ 230 دولارًا بحلول نهاية عام 1982 لتهبط بذلك قيمة الدولار لتصل إلى 45 سنتًا فقط. ولم يكن أحد ممن عاصر تلك الفترة ليقلل من شأن ما لحق بالثروة من دمار، وليس ثمة إنسان حصيف قد يفوته اتقاء شر تلك المخاطرة التي قد تطل علينا بوجهها من جديد.

-

55 ألقى الرئيس الأمريكي "جيمي كارتر" في ذلك العام خطابه الشهير "تشخيص أسباب العلة"، والذي حذر فيه من " أزمة ثقة تضرب جوهر الإرادة القومية في الصميم"، و"تهدد بتدمير النسيج الاجتماعي والسياسي لأمريكا".

- • منذ عام 1960شهدت 69% من الدول الموجهة نحو اقتصاد السوق فترة من التضخم ولو لمدة عام واحد على الأقل بلغ خلالها معدله 25 % أو أكثر. وقد دمرت فترات التضخم المرتفع هذه في المتوسط 53 % من القـوة الشـرائية للمسـتثمر 56 ، وإذا كـان ضـرب مـن الجنون الزعم بأن أمريكا قد أفلتت من شَرَك مثل هذه الكارثة، فإن الأشد جنونًا هو أن نظن أنها لن تقع مرة أخرى فيه أبدًا 57 .

-

56 راجـع ورقـة بحـث "المعـدلات الحـديثة للتضـخم شديدة الارتفاع والمرتفعة" لكل من: "ستانلي فيشر" و "راتنا ساهاي" و "كارلوس إيه. فيج" من إصدارات الهيئة القومية للبحوث الاقتصادية، بحث برقم مسلسل 8930، وذلك على موقع www.nber.org/papers/w8930 .

57 فـي الـواقع شـهدت الولايـات المتحـدة فتـرتين من معـدلات التضـخم الشـديدة، أولاهمـا كـانت فـي أثنـاء الثورة الأمريكية والتي ارتفعت خلالها الأسعار إلى ثلاثة أمثال قيمتها سنويًّا منذ عام 1777 وحتى عام 1779، لتبلغ قيمة رطل الزبد آنذاك 12 دولارًا وجوال الدقيق 1.600دولار فـي ولايـة ماسـاتشوستس الثـائرة. أمـا ثانيتهما ففي أثناء الحرب الأهلية، إذ بلغ معدل التضخم 29% سنويًّا (في الشمال) وما يقارب 200 % (في ولايات الاتحاد الكونفدرالي). أما في العصر الحديث فقد بلغ معدل التضخم في عام 1946 نسبة 18.1 %.

- • لقد أتاح ارتفاع الأسعار للعم سام الفرصة لسداد ديونه بالدولارات التي أدى التضخم إلى رخص ثمنها. إن الآثار المدمرة للتضخم تتعارض مع المصلحة الاقتصادية الشخصية لأية حكومة تقترض الأموال بانتظام 58 .

-

58 إنني مدين بهذا التعليق الساخر والدقيق الذي يكشف عن بصيرة نافذة لـ "لورنس سيجل" من مؤسسة فورد. وعلى النقيض مما سبق فخلال فترات الانكماش (التدني الثابت للأسعار) فمن الأفضل أن يقوم المرء بالإقراض وليس الاقتراض؛ لذلك ينبغي على المستثمرين تخصيص جانب محدود من أصولهم للسندات لوقاية أنفسهم من شر انكماش الأسعار.

نصف الوقاية

إذن، ما الذي يستطيع المستثمر فعله لاتقاء الآثار الناجمة عن التضخم؟ والإجابة هي "شراء الأسهم"، ولكن من طبائع الأشياء أن يكون لكل قاعدة شواذ.

يوضح الشكل (2- 1) العلاقة السنوية القائمة بين التضخم وأسعار الأسهم خلال الفترة ما بين عامي 1926 و 2002.

وكما ترى، ففي أثناء السنوات التي هبطت فيها أسعار السلع والخدمات (كما هو واضح في الجانب الأيسر من الشكل 2 1) تدهورت عائدات الأسهم تدهورًا كبيرًا.

وفقدت السوق ما يقدر بـ 43 % من قيمتها 59 . وعندما ارتفع معدل التضخم لما يربو على 6 %، (وهي السنوات المشار إليها في أدنى القسم الأيمن من الشكل) تدهورت أسعار الأسهم كذلك. ولقد استمرت سوق الأسهم في خسارة المال طوال ثماني سنوات من الفترة التي امتدت طوال أربعة عشر عامًا، والتي تعدى خلالها معدل التضخم نسبة 6% في حين بلغ متوسط عائد الأسهم خلال تلك الفترة نسبة مزرية وصلت إلى 2.6 %.

59 عندما يكون التضخم سلبيًّا، يصطلح على تسميته من الناحية الفنية "انكماشًا". قد يبدو للوهلة الأولى أن انخفاض الأسعار بانتظام أمر طيب، حتى يتبادر إلى الذهن المثال الياباني؛ فقد انكمشت الأسعار في اليابان منذ بداية عام 1989، وتدهورت قيمة العقارات والأسهم عامًا تلو آخر؛ مما سبب مآسي جمة لثاني أكبر اقتصاد في العالم.

وفي الوقت الذي تتيح فيه معدلات التضخم المتوسطة الفرصة أمام الشركات لإلقاء عبء التكاليف المتزايدة لموادها الخام على كاهل المستهلك، فإن معدلاته المرتفعة تلحق بها الدمار؛ حيث يضطر العملاء إلى خفض مشترياتهم إلى أدنى مستوى مما يصيب النشاط الاقتصادي بأسره بالكساد.

والدليل التاريخي على هذا واضح وضوح الشمس في كبد السماء؛ فمنذ بزوغ عصر التدوين الدقيق لتاريخ سوق الأسهم في عام 1926 شهدت الولايات المتحدة أربعًا وستين فترة تضخم استمرت كل منها خمس

وفقدت السوق ما يقدر بـ 43 % من قيمتها 59 . وعندما ارتفع معدل التضخم لما يربو على 6 %، (وهي السنوات المشار إليها في أدنى القسم الأيمن من الشكل) تدهورت أسعار الأسهم كذلك. ولقد استمرت سوق الأسهم في خسارة المال طوال ثماني سنوات من الفترة التي امتدت طوال أربعة عشر عامًا، والتي تعدى خلالها معدل التضخم نسبة 6% في حين بلغ متوسط عائد الأسهم خلال تلك الفترة نسبة مزرية وصلت إلى 2.6 %.

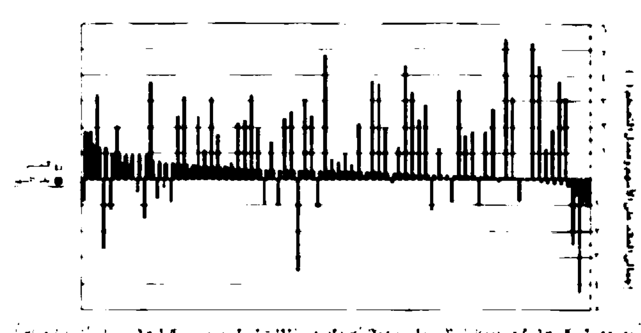
59 عندما يكون التضخم سلبيًا، يصطلح على تسميته من الناحية الفنية "انكماشًا". قد يبدو للوهلة الأولى أن انخفاض الأسعار بانتظام أمر طيب، حتى يتبادر إلى الذهن المثال الياباني؛ فقد انكمشت الأسعار في اليابان منذ بداية عام 1989، وتدهورت قيمة العقارات والأسهم عامًا تلو آخر؛ مما سبب مآسي جمة لثاني أكبر اقتصاد في العالم.

وفي الوقت الذي تتيح فيه معدلات التضخم المتوسطة الفرصة أمام الشركات لإلقاء عبء التكاليف المتزايدة لموادها الخام على كاهل المستهلك، فإن معدلاته المرتفعة تلحق بها الدمار؛ حيث يضطر العملاء إلى خفض مشترياتهم إلى أدنى مستوى مما يصيب النشاط الاقتصادي بأسره بالكساد.

والدليل التاريخي على هذا واضح وضوح الشمس في كبد السماء؛ فمنذ بزوغ عصر التدوين الدقيق لتاريخ سوق الأسهم في عام 1926 شهدت الولايات المتحدة أربعًا وستين فترة تضخم استمرت كل منها خمس



الشكل ٢ ـ ١



رمزان يمثلان طوق النجاة

من يُمن الطالع أنه يمكنك تعزيز دفاعاتك ضد التضخم؛ وذلك باللجوء لشيئين بخلاف الأسهم. فمنذ آخر مرة قام فيها "جراهام" بالتأليف أصبح هناك سلاحان في متناول أيدي المستثمرين يمكن من خلالهما مواجهة التضخم وهما:

سلاح " **صناديق الاستثمار العقاري** " (**(REITs**، أو كما تنطق (رييتس). وهي شركات تمتلك عقارات تجارية وسكنية تقوم بتحصيل إيجاراتها 61 ، وباقترانها بالصناديق العقارية المشتركة، تلعب "رييتس" دورًا حيويًا في مكافحة آثار التضخم، وأفضلها صندوق "مؤشر رييتس فانجارد"، وتتضمن بعض الخيارات الأخرى منخفضة التكلفة نسبيًا صناديق كوين آند ستيرز ريالتي شيرز، وكولومبيا ريلستات إكويتي فاند، وفيديلتي ريلستات إنفستمنت إكويتي فاند 62 . وفي الوقت الذي لا تمثل فيه هذه الوسيلة حلًا نهائيًا لمواجهة التضخم، فإنها ينبغي أن توفر لك على المدى البعيد قدرًا من الحماية ضد تآكل القوة الشرائية، وبدون

أن تعوق سبيل عوائدك الإجمالية.

61 يمكن الحصول على معلومات دقيقة (وإن كانت قديمة في بعض الأحيان) عن هذه السندات من موقع www.nareit.com

62 لمزيد من المعلومات، تفقد موقع www.vanguard.com، وموقع www.cohenandsteers.com، وموقع www.columbiafunds.com وموقع www.fidelity.com . أما إن كنت تمتلك منزلًا، فإن صناديق الاستثمار العقاري REITS لن تكون اختيارك الأفضل؛ حيث ستقتصر استثماراتك حينها على حيازة العقارات وحسب.

أما السلاح الآخر فهو سندات الخزانة المحمية من التضخم TIPS . وهي سندات حكومية أمريكية، صدرت للمرة الأولى في عام 1997، وهي سندات ترتفع قيمتها تلقائيًا عند ارتفاع معدلات التضخم. ولأنها بضمان الولايات المتحدة، فجميع سندات الخزانة الأمريكية تتوافر لها الحماية ضد التعسر في السداد (أو عدم دفع الفوائد). إن سندات الخزانة الأمريكية المحمية من التضخم تضمن أن قيمة استثمارك لن تتلاشى بسبب التضخم، كما أنها تقيك شر التعرض للخسارة المالية أو خسارة القوة الشرائية 63 .

63 يمكنك قراءة مقدمة جيدة عن سندات الخزانة الأمريكية المحمية من التضخم TIPS من موقع www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.html .

ولنظـــــرة أعمـــــق عنــــها، انظـــــر مـــــوقع
www.federalreserve.gov/pubs/feds/
2002/200232/200232 pap.pdf ، وكــذلك مــوقع
www.tiaa-crefinstitute.org/publications/resdiags/
73-09-2002.htm ومــــــوقع: www.bwater.com/
research-ibonds.htm.

ولكنَّ هناك أمرًا يجب أن تحذره وهو عندما ترتفع قيمة السـندات المحميـة مـن التضـخم مع ارتفـاع معـدل التضخم، فإن مصلحة الإيرادات الأمريكية تعتبر هذه الزيادة في القيمة دخلًا خاضعًا للضريبة. على الرغم من أن هذه الزيادة مجرد زيادة على الورق (ما لم تقم ببيع السندات بأسعارها الجديدة العالية). ولكن لماذا يبدو هذا الأمر منطقيًّا بالنسبة لمصلحة الإيرادات الأمريكية؟ إن المستثمر الذكي سيتذكر الكلمات الحكيمة للمحلل المالي "مارك شويبر" التي جاء فيها: "السؤال الأوحد الذي يجب ألا تطرحه على البيروقراطي، هو "لماذا"؟. ونظـرًا للتعقيـدات الضـريبية المثيرة للسـخط، نرى أن سـندات الخزانة الأمريكيـة المحميـة من التضـخم هي الخيــار الأفضـل والأنسـب لحسـابات التقاعـد مؤجلـة الضريبة مثل حسابات التقاعد الفردي، و Keogh ، أو 401 k ؛ حيث لن تزيد من مقدار الضرائب المفروضة على دخلك.

ويمكنك شراء سندات الخزانة المحميـة من التضخم مباشـرة مـن الحكومـة الأمريكيـة علـى المـوقع التـالي www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin/htm ، أو من صــندوق اســتثماري مشــترك منخفـض التكلفـة مثـل

صـــندوق (فــانجارد) لــلأوراق الماليــة المحميــة ضــد التضــخم، أو صــندوق (فيـديلتي) للسـندات المتمتعـة بالحماية ذاتها 64 . وسواء قمت بشراء ذلك النوع من السـندات مباشـرة أو مـن خـلال وسـيط، فستجد أنها البديل الأمثل لذلك الجزء من أموال تقاعدك التي كنت ستحتفظ بها نقدًا ما لم تشتر تلك السندات؛ لذلك لا تلجأ لبيعها؛ حيث إنها تتسم بالتقلب على المدى القصير؛ لذا فهي تؤتي أفضل ثمارها كملكية دائمة طول العمر. وبالنسبة لغالبية المستثمرين الأذكياء، يعد تخصيص 10 % من أصول التقاعد لشراء سندات الخزانة الأمريكية المحمية من التضخم أسلوبًا ذكيًا لتوفير أقصى درجات الحماية لجزء من أموالهم بعيدًا عن المخالب الطويلة والخفية للتضخم.

64 لمزيد من التفاصيل عن تلك الصناديق قم بزيارة الموقعـــــين التـــــاليين: www.vanguard.com أو www.fidelity.com .

الفصل 3

قرن من تاريخ سوق الأسهم: مستوى أسعار الأسهم في أوائل عام 1972

إن الحافظة الاستثمارية للمستثمر التي تتكون من الأسهم العادية تمثل جانبًا صغيرًا من هذه المؤسسة الهائلة والعظيمة المسماة بسوق الأسهم؛ لذلك تقتضي الحصافة من المستثمر الذكي الإلمام بقسط كافٍ من المعرفة بتاريخ سوق الأسهم، وخاصة فيما يتعلق بتقلباته السعرية الرئيسية الكبرى في مستوى السعر والعلاقات المختلفة بين أسعار الأسهم ككل وأرباحها وتوزيعاتها. إن تسلح المستثمر بهذه الخلفية قد يجعله في موقع يؤهله لإصدار أحكام جيدة عن مدى جاذبية أو خطورة المستوى الذي تصل إليه السوق في كل مرة يطل فيها بوجه مختلف. وبالمصادفة يعود تاريخ البيانات الإحصائية النافعة عن كل من الأسعار والأرباح والتوزيعات إلى مائة عام مضت، أي إلى عام 1871 (وعلى الرغم من أن معلومات النصف الأول من هذه الأعوام المائة ليست كاملة ولا يعول عليها بشكل كامل، فإنها مع ذلك مفيدة ونافعة). وسوف نستعرض في هذا الفصل الأرقام بشكل مكثف لتحقيق هدفين: أولهما بيان الأسلوب العام الذي تقدمت به الأسهم عبر العديد من دورات القرن الماضي. وثانيهما هو إلقاء نظرة على الصورة في إطار متوسطات متعاقبة تصل مدة كل واحدة منها إلى عشر سنوات، ليس فقط لأسعار الأسهم، ولكن لأرباحها وتوزيعاتها لإبراز العلاقات المختلفة

القائمة بين هذه العوامل الثلاثة المهمة. وبعد أن تسلحنا بمثل هذه المعرفة الثرية كخلفية، سنتناول مستويات أسعار الأسهم في بداية عام 1972.

الشكل 1-3 دورات سوق الأسهم الرئيسية، ما بين عامي 1871 و 1971

	مؤشر كاولس وستاندرد 500 المركب			متوسط داو جونز الصناعي		
السنة	العليا	الصغرى	التدهور	العليا	الصغرى	التدهور
1871		4.64				
1881	6.58					
1885		4.24	28%			
1887	5.90					
1893		4.08	31			
1897					38.85	
1899				77.6		
1900					53.5	31%
1901	8.5			78.3		
1903		6.26	26		43.2	45
1906	10.03			103		
1907		6.25	38		53	48
1909	10.3			100.5		
1914		7.35	29		53.2	47
1916 18	10.21			110.2		
1917		6.80	33		73.4	33
1919	9.51			119.6		
1921		6.45	32		63.9	47
1929	31.92			381		
1932		4.40	86		41.2	89
1937	18.68			197.4		
1938		8.50	55		99	50
1939	13.23			158		
1942		7.47	44		92.9	41
1946	19.25			212.5		
1949		13.55	30		161.2	24
1952	26.6			292		
1952 - 53		22.7	15		256	13
1956	49.7			521		
1957		39	24		420	20
1961	76.7			735		
1962		54.8	29		536	27
1966 - 68	108.4			995		
1970		69.3	36		631	37
أوائل 1972	100		-	900		-

لقد تم تلخيص التاريخ الطويل لسوق الأسهم في جدولين ورسم بياني. ويوضح الشكل (3 -1) المستويات العظمى والصغرى لدورات أسواق المضاربة على الصعود والهبوط خلال الأعوام المائة المنقضية. ولقد استخدمنا مؤشرين يمثل أولهما مزيجًا من دراسة مبكرة أجرتها لجنة كاوليس ويرجع تاريخها لعام 1870،

والتـي استمر نتاجها لوقتنـا هـذا متمثـلًا فـي صورة المؤشر المعروف باسم مؤشر ستاندرد آند بورز المركب الذي يضم 500 سهم. أما ثانيهما والأكثر شهرة، فهو متوسط داو جونز الصناعي (والذي يرمز إليه بـ DJIA أو DOW)، والذي يرجع تاريخه لعام 1897، ويتكون من ثلاثـين شركة، منها شركة أمريكان تليفون تليجراف بالإضافة إلى تسع وعشرين شركة أخرى جميعها من كبريات المؤسسات الصناعية.

ويمثـل الرسـم البيـاني الأول، والمسـتقى مـن مؤشـر ستاندرد آند بورز تقلبات مؤشر الأسهم الصناعية البالغ عـددها 425 سـهمًا خـلال الفتـرة مـن عـام 1900 وحتى1970. (وسوف يكون الرسم البياني لمؤشر داو جونز مماثلًا للرسم البياني لمؤشر إس آند بي 500 إلى حد كبير). وسوف يلاحظ القارئ وجود ثلاثة أنماط متميزة يغطي كل واحد منها ثلث مدة السبعين عامًا. وتمتد مدة النمط الأول خلال الفترة ما بين عامي 1900 و 1924، ويظهر في أغلب فتراته سلسلة من الدورات السوقية المتشابهة التي استمرت كل واحدة منها لمدة تتراوح من ثلاث إلى خمس سنوات. ولقد بلغ معدل الزيادة السنوية خلال تلك الفترة زهاء 3 %. وبعد ذلك ننتقل إلى "عصر سوق المضاربة على الصعود الجديد" التي بلغت أوجها في عام 1929 وما أعقبها من انهيار مروع تبعته تقلبات غير عادية بالسوق استمرت حتى عام 1949. وفي معرض المقارنة بين متوسط مستوى عام 1949 ونظيره مستوى عام 1924، سوف نجد أن المعدل السنوي للزيادة لم يتجاوز 1.5 %، وذلك لأنه

بحلول نهاية الفترة الثانية لم تكن لدى العامة أية حماسة على الإطلاق تجاه الأسهم العادية. وعلى النقيض مما سبق، أضحى الوقت مواتيًا لبدء أعظم سوق مضاربة على الصعود في تاريخنا، كما هو موضح في الثلث الأخير من الرسم البياني. وقد تكون تلك الظاهرة قد وصلت إلى ذروتها في ديسمبر عام 1968 عندما وصل مؤشر ستاندرد آند بورز الذي يضم 425 سهمًا صناعيًّا إلى 118 نقطة (أو 108 نقاط لمركب الأسهم التي يبلغ عددها 500 سهم). وكما يبين الجدول (3 - 1)، كانت هناك انتكاسات كبيرة في الفترة ما بين عامي 1949 و 1968 (وخاصة ما بين 1956، و 1957 وبين 1961 و 1962)، ثم شهدت السوق فترات انتعاش سريعة كان لابد من السيطرة عليها كما هي الحال مع حالات الكساد في ظل سوق فردية للمضاربة على الصعود، وليس كدورات سوقية منفصلة. وبين المستوى المنخفض لمؤشر داو الذي بلغ 162 نقطة في منتصف عام 1949 والارتفاع الذي بلغ 995 نقطة في بداية عام 1966وصل معدل الزيادة إلى ستة أمثال قيمتها خلال سبعة عشر عامًا في ظل متوسط فائدة مركب يبلغ 11 % سنويًّا بدون حساب التوزيعات التي بلغت 3.5 % سنويًّا تقريبًا. (وقد كانت الزيادة التي شهدها مؤشر ستاندرد آند بورز أكبر من تلك التي شهدها مؤشر داو جونز؛ حيث ارتفعت قيمتها من 14 إلى 96).

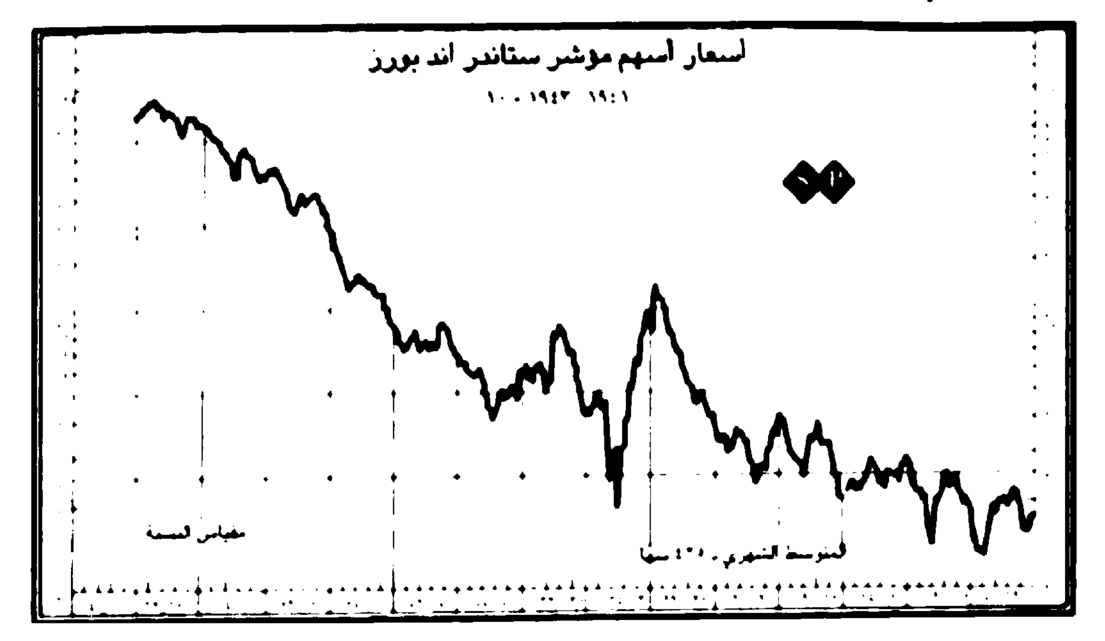
ولقد تم توثيق نسبة الأربعة عشر في المائة وكذلك العوائد الأعلى في سنة 1963 ثم تم نشرها بعد ذلك في دراسة أوسع انتشارًا 65 . ولقد أدى ذلك إلى خلق شعور

طبيعي بالارتياح في وول ستريت لما تحقق من إنجازات رائعة ولكنه نشر في الوقت نفسه اعتقادًا خطيرًا وغير منطقي بأنه بوسع الأسهم العادية تحقيق نتائج رائعة مماثلة في المستقبل. وبدا أن عددًا قليلًا من الأفراد فقط هم الذين ساورهم القلق إزاء فكرة أن مقدار الزيادة قد يشير إلى أنه قد تمت المبالغة في تقديره؛ فلقد بلغ معدل الهبوط الذي أعقب ذلك من ارتفاع عام 1968 إلى انخفاض عام 1970 حوالي 36 % بالنسبة لمكون مؤشر ستاندرد آند بورز (أو 37 % لمؤشر داو جونز)، وهو هبوط يعد الأشد من نوعه منذ الانخفاض الذي وصل إلى 44 % في الفترة ما بين عامي 1939 و1942 والذي كان بمثابة انعكاس للشعور بالخطر والقلق الذي كان سائدًا آنذاك بعد الهجوم على "بيرل هاربر". ولقد أعقب مستوى الانخفاض الذي شهده شهر مايو عام1970 وعلى نحو درامي كما هي عادة وول ستريت انتعاش هائل وسريع في معدلات كلا المؤشرين إلى جانب وصول مؤشر ستاندرد آند بورز إلى أعلى مستوى له على الإطلاق في أوائل عام 1972. ولقد بلغت نسبة الزيادة السنوية في الأسعار خلال الفترة ما بين عامي 1949 -1970 إلى 9% بالنسبة لمكون مؤشر ستاندرد آند بورز للشركات الصناعية (أو المؤشر الصناعي) وذلك باستخدام متوسطات الأرقام لهذين العامين. ولقد كان مثل هذا النوع من معدلات الارتفاع أعلى من مثيله من معدلات الارتفاع الأخرى خلال أية فترة أخرى مماثلة قبل عام 1950 (ولكن خلال العقد الأخير أضحى معدل الارتفاع شديد التدني حيث بلغ 5.25 % لمؤشر ستاندرد آند بورز المركب، ونسبة 3%

التي ألفها مؤشر داو مرة واحدة من قبل).

65 ولقد تم تقديم الدراسة في صورتها النهائية بقلم كل من "لـورانس فيشـر" و "جـيمس لـوري" : " Rates of Return on Investments in Common Stock : the year – by – year Record، 1926 – G5 "، "Journal of Business"، العدد الحادي والأربعون، الجزء 3، يوليو 1968، الصفحات 291 -316. وللاطلاع على موجز للدراسة وآثارها الممتدة قم بزيارة موقع:
http://library.dfaus.com/reprints/work-of-art/


الرسم البياني رقم ١



وفيما يلي تعليقنا عليها: تفصل أرقام العقد بأسره التقلبات السنوية التي وقعت وترسم صورة عامة تعكس وجود نمو مستمر. ويعكس عقدان فقط من العقود التسعة التي تلت العقد الأول، وجود انخفاض في أرباح الأسهم ومتوسط أسعارها (في الفترة ما بين عامي 1891 و 1900، والفترة ما بين 1931 و 1940) في حين لم يظهر في أي عقد في أعقاب عام 1900 حدوث انخفاض في متوسط توزيعات الأرباح. ولكن على الرغم من ذلك تختلف معدلات النمو داخل الفئات الثلاث تمامًا عن بعضها. وبصفة عامة كان الأداء منذ الحرب العالمية الثانية رائعًا بالمقارنة بالعقود السابقة عليها، ولكن كانت معدلات الارتفاع خلال فترة الستينيات أقل وضوحًا عن فترة الخمسينيات. وليس بوسع مستثمر اليوم توقع نسب الأرباح أو توزيعات الأرباح والأسعار خلال السنوات العشر القادمة من هذا السجل، ولكنه يوفر له مع ذلك كل الدعم الذي يحتاج إليه لوضع سياسة قوية للاستثمار في الأسهم العادية.

وتجدر الإشارة هنا إلى نقطة لم يكشف النقاب عنها في الجدول؛ فقد اتسم عام 1970 بحدوث تدهور واضح في الصورة العامة لأرباح الشركات الأمريكية؛ حيث هبط معدل أرباح رأس المال المستثمر لأدنى مستوى له منذ سنوات الحرب العالمية. والأمر المثير للدهشة كذلك حقيقة أن هناك شركات كثيرة قد سجلت حدوث خسارة تامة لأنشطتها ذلك العام، بينما واجهت العديد من الشركات الأخرى "عثرات مالية"، وللمرة الأولى منذ ثلاثة عقود يشهر عدد لا بأس به من الشركات إفلاسه.

إن هذه الحقائق شأنها في ذلك شأن أية حقائق أخرى مماثلة تعزز العبارة سالفة الذكر، والتي مفادها أن عصر الازدهار الكبير قد حمل حقائبه ورحل في الفترة ما بين عام 1969وعام 1970.

جدول 3-2 صورة لأداء سوق الأسهم 1871-1970 أ

الفترة	1871-1880	1881-1890	1891-1900	1901-1910	1911-1920	1921-1930	1931-1940	1941-1950	1951-1960	1961-1970	1954-1956	1961-1963	1968-1970
متوسط السعر	3.58	5	4.65	8.32	8.62	13.89	11.55	13.90	39.20	82.50	38.19	66.10	93.25
متوسط الأرباح	0.32	0.32	0.30	0.63	0.86	1.05	0.68	1.46	3	4.83	2.56	3.66	5.60
متوسط السعر إلى الأرباح	11.3	15.6	15.5	13.1	10	13.3	17	9.5	13.1	17.1	15.1	18.1	16.7
متوسط توزيعات الأرباح	0.21	0.24	0.19	0.35	0.5	0.71	0.78	0.87	1.63	2.68	1.64	2.14	3.13
متوسط العائد	6%	4.7	4	4.2	5.8	5.1	5.1	6.3	4.2	3.2	4.3	3.2	3.3
متوسط ربح السهم الموزع	67%	75	64	58	58	68	85	60	54	55	65	58	56
الأرباح	—	-0.64%	-1.04	+6.91	+3.85	+2.84	-2.15	+10.60	+6.74	+5.80 ج	+2.40 د	+5.15 د	+6.30 د
معدل النمو السنوي توزيعات الأرباح ب	—	-0.66%	-2.23	+5.33	+3.94	+2.29	-0.23	+3.25	+5.90	+5.40 ج	+7.80 د	+4.42 د	+5.60 د

أ اعتمدنا في الأرقام الوارده هنا في الأساس على الأرقام التي وردت في مقال مولدوفسكي "قيم الأسهم وأسعارها" بصحيفة "فاينانشيال أناليست جورنال" المؤرخه بمايو 1960. وقد أحدث هذه الأرقام بدورها من كتاب لجنة كاولس "مؤشرات الأسهم العادية" عن السنوات التي سبقت عام 1926 وما بعدها، طبقا لمؤشر ستاندرد آند بورز 500 المركب لعام 1926 وحتى الوقت الحاضر.

ب قام مولدوفسكي بحصر أرقام معدل النمو السنوي التي تغطي فترات متتابعة خلال 21 سنة، تنتهي أولاها في 1890، ثم 1900... إلخ.

ج معدل النمو للفترة 1968-1970 مقارنة بفترة ما بين عامي 1958 و 1960.

د تخص معدلات النمو المذكورة فترات 1954-1956 مقارنة بفترة 1947-1949، وفترة 1961-1963 مقارنة بفترة 1954-1956، وفترة 1968-1970 إزاء 1958-1960.

من السمات البارزة في الجدول (3- 2)، هو التغير الذي طرأ في نسب السعر إلى الأرباح منذ الحرب العالمية الثانيـة 66 ، ففـي يونـيو 1949 تم بيع أسهم شركات مؤشر ستاندرد آند بورز بما يفوق متوسط الأرباح التي كانت سائدة طوال الاثني عشر شهرًا السابقة بـ 6.3 مرة؛ أما في مارس 1961، فقد بلغت تلك النسبة 22.9 مرة.

وبالمثل، انخفض معدل عائد توزيع الأرباح إلى ما يزيد على 7 % في عام 1949 لتصل إلى 3 % فقط في عام 1961، وهو تناقض أبرزه ارتفاع أسعار فائدة الأسهم الممتازة من 2.60% إلى 4.50 % ويمثل بالتأكيد نقطة تحول فاصلة في موقف عامة المستثمرين في تاريخ سوق الأسهم بأسره.

66 تعد نسبة "السعر إلى أرباح السهم" أو أحد متوسطات السوق مثل مؤشر ستاندرد آند بورز 500 بمثابة أداة بسيطة لقياس درجة حرارة السوق. فإذا كانت شركة ما تحقق أرباحًا تصل قيمتها، على سبيل المثال، إلى دولار واحد عن كل سهم من أسهم الدخل الصافي خلال العام الماضي في الوقت الذي يتم فيه بيع أسهمها بـ 8.93 دولار للسهم، فإن نسبة "السعر إلى الأرباح " تساوي 8.93 دولار، أما إذا بيع السهم بـ 69.70 دولار، فإن النسبة سوف تبلغ 69.7 دولار. وبصفة عامة، تعد أية نسبة سعر إلى أرباح أدنى من 10 قيمة متدنية أما إذا تراوحت النسبة ما بين 10 و 20 فإنها تعد نسبة متوسطة، أما النسبة التي تربو على 20 فتعد باهظة.

لقد كان التحول بين طرفي نقيض بمثابة إنذار قوي استشعر منه أصحاب الخبرة الطويلة والحرص الفطري خطر الاضطرابات التي سوف تحدث في المستقبل. فلم يكن بمقدورهم منع أنفسهم من التفكير وهم يتوجسون خيفة من سوق المضاربة على الارتفاع الذي استمر من عام 1926 وحتى عام 1929 وتوابعها المأساوية. لكن لم تتحقق مخاوفهم في حقيقة الأمر؛ فقد ظلت أسعار إغلاق داو جونز في عام 1970 على ما كانت عليه منذ

ست سنوات ونصف قبل هذا التاريخ، واتضح أن شعار "أسعار الستينيات تبلغ ذروتها" الذي رُوِّج له كثيرًا لم يكن أكثر من مجرد سلسلة من الارتفاعات التي يعقبها مزيد من الانخفاض. مع ذلك لم يحدث شيء للنشاط التجاري ولا لأسعار الأسهم يمكن مقارنته بما حدث في سوق المضاربة على الهبوط والكساد الذي خيم بظلاله خلال الفترة ما بين عامي 1929 و 1932.

مستوى سوق الأسهم في أوائل عام 1972

بعد وضع خلاصة نتائج الاستعراض الشامل لتاريخ الأسهم وأسعارها وأرباحها وتوزيعاتها طوال قرن من الزمن نصب أعيننا، دعونا نحاول أن نستخلص بعض النتائج الأخرى حول مستوى 900 شركة من شركات مؤشر داو جونز و 100 شركة من شركات مؤشر ستاندرد آند بورز المركب في يناير 1972.

لقد تناولنا في كل طبعة من الطبعات السابقة للكتاب مستوى سوق الأسهم وقت إعداد هذا الكتاب، وسعينا للإجابة عن سؤال حول إمكانية القيام بعمليات شراء متحفظة في ظل الارتفاع الشديد في الأسعار السائدة في السوق. وقد يجد القارئ أنه من المفيد مطالعة ما توصلنا إليه من نتائج فيما يتعلق بتلك الموضوعات. ولسنا هنا بصدد ممارسة نوع من أنواع تعذيب النفس، وإنما نسعى لتحقيق نوع من أنواع الربط بين مختلف المراحل التي مرت بها سوق الأسهم خلال الأعوام العشرين الماضية لكى نرسم صورة واقعية من الحياة تعكس الصعوبات التي يواجهها كل من يحاول اتخاذ

قرار حاسم ومستنير حول المستويات الراهنة للسوق. ودعونا نستعرض في البداية ملخص التحليلات التي قمنا بها للأعوام التالية: عام 1948، عام 1953 وعام 1959 التي أوردناها في طبعة عام 1965:

لقد طبقنا في عام 1948 معايير متحفظة على مستوى مؤشر داو جونز الذي وصل آنذاك إلى 180 نقطة، ولم نجد أية صعوبة تذكر في التوصل إلى أن المؤشر "لم يكن شديد الارتفاع بالمقارنة بالقيم الأساسية"، وعندما طرحنا هذه المشكلة في عام 1953 كان متوسط مستوى السوق لذلك العام قد وصل إلى 275 نقطة محققًا بذلك أرباحًا تربو على 50% خلال خمس سنوات. ولقد طرحنا على أنفسنا السؤال نفسه المتعلق بما إذا كنا نعتقد أن وصول مؤشر داو جونز الصناعي إلى مستوى 275 نقطة مرتفع للغاية؛ بحيث لا يناسب إقامة استثمار قوي أم لا. وعلى ضوء الارتفاع الواضح الذي تلا ذلك قد يبدو من الغريب محاولة القول إنه لم يكن من السهل بالنسبة لنا التوصل إلى نتيجة حاسمة بشأن مدى جاذبية مستوى عام 1953. ومع ذلك فقد ذكرنا أنه من وجهة نظر "مؤشرات القيمة التي تعد بمثابة دليل الاستثمار الرئيسي الذي نعتمد عليه فإن النتيجة التي توصلنا إليها بشأن أسعار الأسهم لعام 1953 يجب أن تكون إيجابية". ومع ذلك فقد انصب اهتمامنا على حقيقة أنه في عام 1953 ارتفعت المتوسطات لفترة أطول مما استمرت عليه خلال غالبية أسواق المضاربة على الصعود السابقة، وأن قيمتها المطلقة تعد مرتفعة من الناحية التاريخية. وعند مقارنة تلك العوامل بقرارنا

الخاص بوجود قيمة إيجابية، فإننا ارتأينا ضرورة اتباع منهج وسط قائم على توخي الحذر. ولكن تكشف لنا فيما بعد أن ذلك لم يكن قولًا سديدًا؛ فقد كان بمقدور أي من العاملين بمجال التنبؤ توقع ارتفاع السوق في المستقبل بنسبة 100 % خلال السنوات الخمس اللاحقة. وقد يكون من حقنا الدفاع عن موقفنا، بأن نؤكد أن قلة فقط ممن يعملون بحقل التنبؤ بسوق الأسهم - وليس هذا مجال عملنا على الإطلاق - كان بوسعهم توقع ما كان يخبئه القدر.

في بداية عام 1959، وجدنا أن مؤشر داو جونز قد بلغ أقصى ارتفاع له على الإطلاق عند 584 نقطة. ويمكن تلخيص تحليلنا المطول الذي استقيناه من مختلف وجهات النظر (والذي أوردناه بداية من صفحة 59 بطبعة 1959) فيما يلي: "خلاصة القول أننا مضطرون إلى التعبير عن خطورة المستوى الحالي لأسعار الأسهم، ومما يزيد من خطورة الأمر أن الأسعار شديدة الارتفاع بالفعل. وحتى إن لم يكن الأمر كذلك، فنحن نرى أنه لابد من أن تؤدي حركة السوق في النهاية إلى حدوث المزيد من الارتفاع في الأسعار بدون مبرر. وصراحة لا يمكننا تخيل سوق في المستقبل تخلو من وقوع خسائر فادحة أو تتوافر فيها ضمانات تكفل لكل مبتدئ تحقيق أرباح هائلة من وراء ما يقوم به من عمليات شراء للأسهم".

لقد كان التحذير الذي أطلقناه عام 1959 له ما يبرره بصورة أفضل إلى حد ما من تحذيراتنا التي أُطْلِقَتْ عام 1954. وإن لم يكن في محله تمامًا؛ فلقد ارتفع مؤشر

داو جونز في عام 1961 حتى بلغ 685 نقطة؛ ثم هبط إلى أقل من مستوى 584 نقطة (وصل إلى 566 نقطة) لاحقًا في العام نفسه، ثم ارتفع ثانية ليبلغ 735 نقطة في أواخر 1961، لينهار بعدها في مايو 1962 ليصل إلى 536 نقطة ليتعرض بذلك لخسارة تقدر بـ 27 % في غضون فترة قصيرة لم تتجاوز ستة أشهر. وفي الوقت ذاته شهدت "أسهم القيمة"- التي تعد الأسهم الأكثر شيوعًا هبوطًا حادًّا أشد خطورة، وهو الأمر الذي تجلى في التدني الشديد في قيمة السهم الذي لا خلاف على احتلاله لمكانة الصدارة بين ذلك النوع من الأسهم ألا وهو سهم شركة إنترناشيونال بيزنس ماشينز من ارتفاع بلغ 607 نقاط في ديسمبر من عام 1961 إلى انخفاض وصل إلى300 نقطة في يونيو 1962.

لقد شهدت تلك الفترة انهيارًا كاملًا في مجموعة من الأسهم العادية حديثة الإصدار، والخاصة ببعض الشركات الصغيرة -الإصدارات الساخنة المزعومة - والتي طرحت على العامة بأسعار باهظة مثيرة للضحك لترتفع قيمتها مجددًا من خلال المضاربة التي لا داعي لها لمستويات أقرب إلى الجنون. ثم خسر العديد من تلك الأسهم 90% من قيمة أسعارها في غضون بضعة أشهر قليلة.

لقد كان الانهيار الذي حدث في النصف الأول من عام 1962 شديد الوطأة، إن لم يكن مأساويًّا، على العديد من المضاربين الذين علموا أنفسهم بأنفسهم، وربما كذلك على الكثيرين غيرهم ممن يفتقرون إلى المعرفة ويطلقون على أنفسهم "مستثمرون"؛ ولقد فوجئ

المجتمع المالي كذلك بالانقلاب الذي حدث في وقت لاحق من هذه السنة؛ حيث واصلت متوسطات سوق المال ارتفاعها على النحو التالي:

	داو جونز	مؤشر ستاندر آند بورز 500 المركب للأسهم
ديسمبر 1961	735	72.64
يونيو 1962	536	52.32
نوفمبر 1964	892	86.28

ولقد كان الانتعاش الذي شهدته أسعار الأسهم العادية مدهشًا حقًّا لدرجة جعلت وول ستريت يراجع مواقفه. ومع تدني الأسعار في يونيو 1962 انتشرت التنبؤات ببداية ظهور سوق للمضاربة على الهبوط وبعد الانتعاش الجزئي مع حلول نهاية ذلك العام أصابتهم الحيرة وبدأ الشك يتسرب إلى أنفسهم. ولكن مع بداية عام 1964 تجلى التفاؤل الطبيعي لشركات السمسرة ثانية، وأيدت جميع التنبؤات تقريبًا بداية ظهور سوق مضاربة على الصعود، وهكذا استمرت الحال خلال الارتفاع الذي شهده عام 1964.

ولقد قمنا بعد ذلك بتقييم مستويات سوق الأسهم في نوفمبر 1964 (يوم أن كان مؤشر داو جونز عند 892 نقطة). وتوصلنا بعد مناقشة علمية مستنيرة تناولت زوايا عدة، لثلاثة استنتاجات جوهرية. أولها أن "معايير التقييم القديمة لم تعد صالحة للتطبيق، ولم يكن الزمن قد اختبر صحة المعايير الجديدة بعد". ثانيًا، "ينبغي على المستثمر أن يضع أسس السياسة التي يتبعها بناءً على وجود عدد كبير من الشكوك. وتتضمن الاحتمالات طرفي نقيض يتمثل أحدهما في إمكانية حدوث المزيد من الارتفاع في مستويات السوق بنسبة 50% أو بمعدل

يصل إلى 1350 نقطة لمؤشر داو جونز من ناحية، ويتمثل الاحتمال الآخر في إمكانية حدوث انهيار هائل غير متوقع بالحجم نفسه، ليصل المؤشر إلى 450 نقطة تقريبًا من ناحية أخرى". أما النتيجة الثالثة فقد جرى التعبير عنها بدقة أكبر؛ حيث ذكرنا "صراحة أنه إذا لم يكن مستوى أسعار عام 1964 شديد الارتفاع، فما مستوى الأسعار الذي يعد شديد الارتفاع للغاية؟"، وأنهينا الفصل بما يلي:

أي السبل نسلك؟

لا ينبغي على المستثمر أن يستشعر خطورة مستويات سوق عام 1964 لمجرد أنه قرأ ذلك في كتابنا؛ فعليه أن يقارن بين وجهة نظرنا ووجهة النظر الأخرى التي سيطرحها عليهم أكفأ متخصصي وول ستريت وأكثرهم خبرة. وفي النهاية على كل مستثمر أن يتخذ قراره بنفسه، وأن يتحمل ما يترتب على ذلك من مسئولية. وإننا لنقترح على المستثمر إن راوده الشك بشأن أي السبل ينبغي أن يسلك فعليه بسبيل الحذر. إن مبادئ الاستثمار كما أوردناها أدناه تقضي على ضوء ظروف عام 1964 باتباع ما يلي:

1. عدم اللجوء للاقتراض بهدف شراء الأوراق المالية أو حيازتها.

2. عدم زيادة نسبة الأموال المستثمرة في الأسهم العادية.

3. خفض نسبة حيازة الأسهم العادية عند الضرورة؛

بحيث لا تزيد نسبتها على 50 % من إجمالي الحافظة المالية؛ إذ لابد من سداد ضريبة الأرباح الرأسمالية بفترة سماح جيدة بقدر الإمكان مع إعادة استثمار العوائد في سندات ممتازة أو ودائع ادخارية.

يقتضي المنطق أن يلجأ المستثمرون الذين يتبعون خطة لتوسيط التكلفة بالدولار بحسن نية، إما للاستثمار في عمليات الشراء الدورية التي يقومون بها دون تغيير، أو وقفها حتى يتجاوز مستوى السوق مرحلة الخطر. وإننا ننهي بشدة اتباع خطة جديدة للتوسيط بالدولار على ضوء المستويات التي كانت سائدة أواخر عام 1964؛ حيث كان العديد من المستثمرين يفتقرون إلى القدرة على احتمال مثل هذه الخطة، إذا اتضح بعد الشروع في تطبيقها أن رياحها لن تأتي بما تشتهي السفن.

لذلك يمكننا القول إن حذرنا كان مبررًا هذه المرة؛ إذ ازداد ارتفاع مؤشر داو جونز ليصل إلى 11 %، أو إلى 995 نقطة، ولكنه سرعان ما هبط بصورة غير منتظمة إلى 632 في عام 1970، ثم وصل إلى 839 مع حلول نهاية ذلك العام. ولقد شهدت أسعار "الإصدارات المالية الساخنة "إخفاقًا مماثلًا؛ حيث بلغت معدلات الهبوط 90 % (كما حدث في أثناء التراجع الذي شهده عام 1961 وعام 1962). وكما أشرنا في المقدمة، كان يبدو أن الصورة المالية بأسرها قد تغيرت باتجاه فتور الحماس والشك الشديد. وقد توجز حقيقة واحدة القصة بأكملها: لقد أغلق مؤشر داو جونز عام 1970 عند مستوى يقل

يحدث فيها هذا الأمر منذ ما حدث عام 1944.

تلك كانت الجهود التي بذلناها بغية تقييم المستويات السابقة لسوق الأسهم، ولكن ما الدروس المستفادة منها؟ لقد اعتبرنا مستوى السوق في عامي 1948 و 1953 مشجعًا على الاستثمار (وإن تطلب الأمر بعد ذلك ضرورة توخي الحذر في العام الأخير) و"خَطِرًا" في عام 1959 (حين بلغ "داو جونز "584 نقطة)، و"شديد الارتفاع" (حين بلغ المؤشر 892 نقطة) في عام 1964. وإنه لفي وسعنا تبرير منطقنا هذا بكثير من الحجج المقنعة اليوم. لكننا نشك في أنها نافعة بنفس قدر منفعة نصائحنا الأكثر شيوعًا، التي تؤيد اتباع سياسة متكاملة ومحكمة للاستثمار في الأسهم العادية من ناحية، وتثبيط المساعي الرامية إلى "استباق السوق" أو انتقاء "الأسهم الرابحة" من ناحية أخرى.

لكننا على الرغم من ذلك نرى أنه في وسع القارئ الاستفادة من بعض أسس تحديث تقييم مستوى سوق الأسهم (هذه المرة اعتبارًا من أواخر عام 1971)، حتى إن اتضح فيما بعد أنه مثير للاهتمام أكثر من كونه مفيدًا من الناحية العملية، أو أن للدلالة فيه الغلبة على النتائج. لقد وردت في بدايات كتاب الأخلاق لأرسطو مقولة حسنة جاء فيها: "من سمات العقل الواعي توقع ذلك القدر من الدقة الذي تسمح به طبيعة الشيء ذاته؛ لذلك ليس من المنطقي أن نتقبل مجرد استنتاجات من عالم رياضيات، أو أن نطالب خطيبًا من الخطباء بالدقة التامة فيما يقوله"؛ لذلك فإن العمل الذي يقوم به المحلل المالي يجمع في طياته بين سمات عمل عالم

الرياضيات والخطيب.

ولقد استقر مؤشر داو جونز عند 892 نقطة في مراحل مختلفة في نوفمبر من عام 1971 وهو المعدل الذي بلغه في عام 1964، وأشرنا إليه في طبعتنا السابقة. لكننا قررنا في إطار دراستنا الإحصائية الحالية استخدام مستويات سعر مؤشر ستاندرد آند بورز 500 المركب وبياناته؛ إذ إنه أشمل وأعم ويقدم انعكاسًا للسوق العامة بشكل أفضل من مؤشر داو جونز الذي يضم ثلاثين سهمًا. وسوف نركز على مقارنة هذه المعلومات قرب نهاية طبعاتنا السابقة أي نهايات أعوام 1948، 1953، 1958، 1963 إضافة لعام 1968، أما بالنسبة لمستوى السعر الراهن، فسنأخذ الرقم 100 الذي سجل في مختلف فترات عام 1971 وأوائل 1972. وقد وضعنا الأرقام في الجدول (3 -3). وبالنسبة للأرقام الخاصة بالأرباح فقد قدمنا نتيجة العام السابق، وكذلك متوسط سنوات التقويم الثلاث، وبالنسبة لتوزيعات سنة 1971 فقد اعتمدنا على الأرقام الخاصة بالاثني عشر شهرًا الأخيرة، وأما بالنسبة لفائدة السندات في عام 1971 وأسعار البيع بالجملة؛ فقد اعتمدنا على أسعار أغسطس 1971.

إيجابية بالنسبة للأسهم، طبقًا لذلك المعيار، مقارنة بأية سنة من السنوات السابقة التي تم فحصها. وعندما نقارن عائد التوزيعات بعائدات السندات نجد أن العلاقة قد تحولت إلى النقيض تمامًا في الفترة ما بين عامي 1948 و 1972. فخلال العام الأول كان عائد الأسهم يبلغ ضعف ما تدره السندات من عائدات، أما الآن فقد بلغت تلك العائدات ضعف ما تدره الأسهم، بل وأكثر.

إن حكمنا النهائي على هذا الوضع هو أن التغيير العكسي في نسبة عائد الأسهم إلى نسبة عائد السندات يعوض بالكامل نسبة الأرباح إلى الأسهم الأفضل التي تحققت في أواخر عام 1971؛ وذلك بناءً على أرقام الأرباح التي تحققت خلال ثلاث سنوات؛ لهذا فإن نظرتنا إلى مستوى السوق في أوائل عام 1972 تكاد لم تتغير عما كانت عليه منذ سبع سنوات أو نحوها، أي أن السوق على هذا النحو ليست جذابة من وجهة نظر المستثمر المتحفظ (وينطبق هذا على أغلب نطاق أسعار داو جونز لعام 1971، الذي تراوح ما بين 800 و950 نقطة).

وعلى ضوء التقلبات التاريخية التي شهدتها السوق، فإن السمة الغالبة على الصورة التي كانت عليها أوضاعه إبان عام 1971 هي الانتعاش الشاذ من الانتكاسة الشديدة التي مني بها بين عامي 1969، و 1970. لقد كان مثل هذا الانتعاش في الماضي بمثابة بشارة لبزوغ فجر مرحلة جديدة من عودة سوق المضاربة على الصعود التي بدأت عام 1949 واستمرارها (كان ذلك هو الاعتقاد السائد في وول ستريت خلال عام 1971). لكن

بعد التجربة الفظيعة التي مر بها من أقدم على شراء الأسهم العادية المتدنية خلال دورة 1968، و 1970 كان من السابق لأوانه (في عام 1971) الاستعداد لجولة أخرى من دوامة شراء أحد الإصدارات الجديدة. والآن لا تلوح في الأفق أية بوادر يمكن التعويل عليها تنم عن وجود خطر وشيك، كما كانت الحال عليه عندما وصل مؤشر داو جونز إلى الـ892 نقطة في نوفمبر 1964 والذي تناولناه في طبعتنا السابقة؛ لذلك يبدو، من الناحية الفنية، أن الرياح تهب في اتجاه حدوث ارتفاع هائل في الأسعار، يتجاوز مستوى 900 نقطة لمؤشر داو جونز، قبل حدوث أية انتكاسة أخرى جديدة أو انهيار خطير. ولكن ليس بوسعنا ترك الأمر عند ذلك الحد رغم أن ذلك هو ما ينبغي فعله، ففي اعتقادنا أن تجاهل السوق في بداية عام 1971 للتجارب المروعة التي حدثت قبل أقل من عام من هذا التاريخ أمر يبعث على القلق؛ فهل هذا الإهمال سوف يمر بدون عقاب؟ لذلك على المستثمر إعداد العدة استعدادًا للأوقات الصعبة الوشيكة التي قد تأتي في صورة تكرار للانهيار المباشر والسريع كالذي حدث في 1969، و 1970، أو ربما في صورة سوق أخرى للمضاربة على الصعود يعقبها انهيار مُدَوٍّ.

فأي السبل نسلك؟

عليك الرجوع إلى ما سبق أن ذكرناه في طبعتنا الأخيرة، والذي كررنا ذكره في صفحة 88 من طبعتنا هذه؛ فتلك هي رؤيتنا في ظل مستوى السعر نفسه الذي يبلغ 900 نقطة على سبيل المثال لمؤشر داو جونز أوائل

عام 1972، وهي لم تختلف عن رؤيتنا إبان أواخر عام 1964.

تعليقات على الفصل الثالث

عليك توخي الحذر إذا تفرقت بك السبل لأنك قد تضل للأبد.

- يوجي بيرا

أكذوبة سوق المضاربة الصاعدة

يكشف هذا الفصل عن قدرة "جراهام" على التنبؤ؛ فقد تنبأ بمقدم سوق المضاربة على الهبوط "المدمر" قبل عامين من ظهورها في الفترة ما بين عام1973 وعام 1974 وتسببها في خسارة الأسهم الأمريكية لـ 37 % من قيمتها 67 ، والأكثر من ذلك أنه كان يتمتع ببعد نظر جعله يستبق أحداث المستقبل قبل وقوعها بعقدين من الزمن، بل دحض أيضًا منطق نبهاء السوق والكتب الأكثر مبيعًا، والتي لم تكن قد ظهرت بعد إلى حيز الوجود.

67 وإذا تم استبعاد توزيعات الأرباح، فإن أسعار الأسهم هبطت بنسبة 47.8% في هذين العامين.

يتمثل جوهر منطق "جراهام"، في ضرورة امتناع المستثمر الذكي عن التنبؤ بالسوق من خلال اجترار الماضي؛ فذلك هو الخطأ بعينه الذي ارتكبه خبير تلو آخر من خبراء السوق في التسعينيات؛ فقد أخذت الكتب التي تتحدث عن أسواق المضاربة على الصعود تتوالى بعد كتاب "جيرمي سيجل"، أستاذ التمويل بجامعة وارتون " *Stocks for the Long Run* " (1994)،

لتبلغ ذروتها مع كتاب "*Dow 36.000*" لـ "جيمس جلاسمان" و "كيفين هاسيت"، و"*Dow 40000*" لـ "دافيد إلياس"، و "*Dow 100000*" لـ "تشارلز كادليك" (وقد نشرت جميعها في عام 1999)، ولقد أشار من يقومون بعمليات التنبؤ إلى أن الأسهم قد حققت متوسط عائد سنوي بلغ 7 % سنويًّا بعد تضخم عام 1802؛ لذلك توصلوا إلى أن ذلك هو ما ينبغي أن يتوقع المستثمر حدوثه في المستقبل.

بل لقد ذهب بعضهم لما هو أبعد من ذلك قائلين إنه طالما كانت الغلبة دائمًا للأسهم على السندات خلال أية فترة طوال الأعوام الثلاثين الماضية؛ إذن فلابد أنها أقل خطورة منها، بل ومن النقد المودع في البنك. وإذا استطعت تلافي مخاطر حيازة الأسهم، وذلك ببساطة من خلال الاحتفاظ بها مدة طويلة وكافية، فلماذا إذن التذمر مما تدفعه مقابلها في المقام الأول؟ (لتعرف الإجابة عن هذا السؤال، انظر في صفحة 95).

في عام 1999 وأوائل عام 2000 سادت أكذوبة سوق المضاربة الصاعدة في كل مكان:

- • في السابع من ديسمبر 1999، ظهر "كيفين لاندز"، مدير الحافظة المالية لمجموعة صناديق استثمار "فيرست هاند" على برنامج ماني لاين للبث التليفزيوني الذي تذيعه محطة "سي إن إن". وعندما سئل عما إذا كانت هناك مغالاة في تقييم أسهم شركات الاتصالات اللاسلكية حيث تم تداول العديد من أسهمها بقيمة

تفوق أرباحها بمراحل كانت إجابته الجاهزة في التو هي: "ما يحدث ليس لوثة جنون، فلتنظروا إلى معدل النمو الواضح، تلك هي أقصى درجات النمو المطلق. إنه شيء عظيم".

- • وفي الثامن عشر من يناير عام 2000، صرح "روبرت فرويليش"، كبير المخططين الإستراتيجيين بصناديق استثمار كيمبر، بصحيفة وول ستريت جورنال قائلًا: "إن النظام العالمي الجديد - حيث يبتعد الأفراد عن الشركات الجيدة التي يعمل بها الخبراء الأكفاء الذين لديهم الرؤى الصحيحة بسبب الارتفاع الشديد في أسعار الأسهم - يُعد أفدح الأخطاء التي يمكن للمستثمر أن يرتكبها".

- • في العاشر من أبريل عام 2000، طرح "جيفري أبليجيت" كبير المخططين الاستثماريين في صندوق "ليمان براذرس" سؤالًا تقريريًا في مجلة بيزنس ويك قائلًا: "هل أصبحت سوق الأسهم أشد خطورة اليوم عما كانت عليه منذ عامين لمجرد أن الأسعار قد ارتفعت؟ والجواب هو لا ".

أما نحن فنرى أن الإجابة هي نعم ؛ فلقد كانت دائمًا كذلك وستظل هكذا إلى الأبد.

وعندما طرح "جراهام" السؤال التالي: "هل من الممكن أن يمر هذا الإهمال بدون عقاب؟"، فإنه كان يعلم الإجابة الخالدة عن هذا السؤال وهي لا . وكإحدى الأساطير في حالة الغضب فإن السوق قد سحق كل من سولت له نفسه الاعتقاد بأن العوائد المرتفعة التي تحققت في أواخر التسعينيات نوع من الحق المكفول

لــهم. ولننظــر لأي مـدى كـانت تنبـؤات "لانـديز"، و "فرويليش "و "أبليجيت" صحيحة:

- • خلال الفترة ما بين عام 2000 وعام 2002، خسرت نوكيـا، أكثـر شـركات الاتصـالات المـدللة لـدى "لانـديز" استقرارًا 67 % من قيمة أسهمها، بينما خسرت شركة "وين ستار للاتصالات" 99.9 % من قيمتها.
- • وخسرت الأسهم المفضلة لدى "فرويليش"، "سيسكو سيستمز" و "موتورولا"، 70 % من قيمتهما بنهاية عام 2002. وخسر المستثمرون ما زاد على 400 مليار دولار في شركة سيسكو وحدها، وهو ما يزيد على الناتج الاقتصـادي السـنوي لكـل مـن هـونج كـونج والكـويت وسنغافورة معًا.
- • عندما طرح "أبلجيت" سؤاله التقريري في أبريل من عـام 2000، كـان مؤشـر داو جـونز الصـناعي قـد بلـغ 11.187، بينما كان مؤشر ناسداك قد بلغ 4446. ولكن بحلول نهاية عام 2002، تأرجحت قيمة مؤشر داو جونز لتصل إلى 8300، بينما تراجع ناسداك إلى 1300 نقطة تقريبًا، لتتآكل كل الأرباح التي تحققت طوال السنوات الست السابقة من جراء ذلك.

وبدأت أرباح الشركات في الارتفاع، وبدأ الهدوء يعم غالبية أنحاء المعمورة. لكن لم يكن يعني ذلك ولا يجب أن يعني أبدًا شراء الأسهم مهما كان سعرها . وبما أن الأرباح التي يمكن أن تحققها تلك الشركات محدودة، فلابد أن يكون السعر الذي لدى المستثمر الاستعداد لدفعه مقابل تلك الأسهم محدودًا أيضًا.

فكر في الأمر على النحو التالي: قد يكون "مايكل جوردان" أفضل لاعبي كرة السلة على الإطلاق، ويمكنه جذب المعجبين إلى إستاد شيكاغو كما لو كان مغناطيسًا عملاقًا، ثم عقد فريق "شيكاغو بولز" صفقة معه، يتقاضى "جوردان" بموجبها 34 مليون دولار سنويًّا في مقابل القيام ببضع رميات بالكرة على أرض الملعب الخشبية؛ لكن لا يعني ذلك تبرير دفع 340 مليون دولار أو 3.4 مليار دولار أو 34 مليار دولار في الموسم.

حدود التفاؤل

إن التركيز على عائدات السوق الأخيرة عندما كانت وردية سوف يؤدي وهو ما يحذر "جراهام" المستثمرين منه إلى "استنتاج خطير يجافي العقل والمنطق يتمثل في توقع تحقيق الأسهم العادية لعائدات هائلة في المستقبل". وخلال الفترة من عام 1995 وحتى عام 1999، ومع ارتفاع السوق بمعدل 20 % سنويًّا، سادت موجة عارمة وغير مسبوقة من التفاؤل بين المستثمرين في الأسهم؛ فكان ما يلي:

- • أشار الاستطلاع الذي أجرته منظمة "جالوب" لصالح

شركة بايني ويبر للسمسرة في منتصف عام 1998 إلى أن المستثمرين توقعوا وصول متوسط العائد الذي تحققه حافظاتهم المالية لما يقرب من 13 % خلال العام التالي، ومع بداية عام 2000 ارتفع متوسط العائد المتوقع ليصل إلى ما يربو على 18 %.

- • كان "المحترفون المحنكون" يؤيدون اتجاه السوق نحو الارتفاع، وكذلك افتراضاتهم بشأن العائدات في المستقبل؛ ففي عام 2001 رفعت شركة إس بي سي للاتصالات، مثلًا، عائدها المتوقع من خطة المعاش من 8.5 % إلى 9.5 %. وبحلول عام 2002، ارتفع متوسط العائد المتوقع من خطط معاشات الشركات بمؤشر إس آند بي 500 إلى رقم قياسي وصل إلى 9.2 %.

إن إلقاء نظرة سريعة على ما أعقب ذلك يظهر العواقب الوخيمة لذلك الحماس الزائد:

- • لقد اكتشفت منظمة "جالوب" في عامي 2001 و 2002 أن متوسط التوقعات الخاصة بعائد الأسهم خلال عام واحد قد تدهور إلى 7 % على الرغم من أنه كان بوسع المستثمرين شراء الأسهم بأسعار تقل عما كانت عليه عام 2000 بنسبة 50% [68] .

-

68 لا تعني الأسعار المتدنية للأسهم بالطبع، أن توقعات المستثمر لعائد يبلغ 7 % ستتحقق.

- • طبقًا لأحدث تقديرات وول ستريت، كلفت

التخمينـات التـي دارت حـول خطط المعاش، شركات مؤشر إس آند بي500 ما بين عامي 2002 و 2004، حوالي 32 مليار دولار.

وعلـى الـرغم مـن أن المسـتثمرين جميعًا يعرفون أنه ينبغي عليهم الشراء عندما تنخفض الأسعار والبيع عند ارتفاعها، لكن ينتهي بهم الأمر في نهاية المطاف إلى تطبيق هذه الآلية بالعكس. ولقد كان تحذير "جراهام" في هذا الفصل بسيطًا: "ضرورة اتباع قاعدة الأضداد"؛ فكلمـا اشـتعل حمـاس المسـتثمرين حـول أداء سـوق الأسهم على المدى الطويل، ظهر خطأ رأيهم هذا بعد وقت قصير؛ ففي الرابع والعشرين من مارس عام 2000، ارتفعـت قيمـة سوق الأسهم بالولايات المتحدة لتبلغ 14.75 تريليون دولار، ثم في التاسع من أكتوبر 2002 أي بعد ذلك بثلاثين شهرًا بلغ إجمالي قيمة سوق الأسهم الأمريكية 7.34 تريليون دولار أو ما يقدر بـ 50.2 % بخسـارة بلغـت 7.41 تـريليون دولار. فـي غضـون ذلك الوقت، قام العديد من نبهاء السوق بتوجيه أنظارهم علـى مضـض نحـو تـوقع ظـهور سـوق للمضاربة علـى الـهبوط، متوقعـين تحقيق السـوق لعائـدات ثابتـة أو متدهورة؛ وذلك لسنوات آتية وربما لعقود.

إن "جراهام" يطرح سؤالًا بسيطًا عند هذه النقطة: إذا وضـعنا فـي الاعتبـار حجـم الخطـأ الفادح الذي ارتكبه الخبراء آخر مرة اتفقوا فيها على شيء، ما الذي إذن يدعو المستثمر الذكي ليصدقهم بعد الآن؟

ماذا بعد ذلك؟

دعونـا نبـرح الصـخب السـائد، ونفكـر فـي العائـدات المستقبلية على طريقة "جراهام". إن أداء سوق الأسهم يعتمد على ثلاثة عوامل:

- • النمو الحقيقي (تزايد أرباح الشركات وتوزيعاتها).
- • النمو في ظل التضخم (الارتفاع العام للأسعار في جميع جوانب الاقتصاد).
- • المضاربة على النمو المتوقع أو الانهيار (أية زيادة أو نقصان في شهية العامة تجاه الاستثمار في الأسهم).

لقد تراوح معدل النمو السنوي في أرباح الشركات على المدى الطويل ما بين 1.5 % و 2 % على السهم (بدون حساب أثر التضخم) 69 . واعتبارًا من أوائل عام 2003، بلغ معدل التضخم السنوي 2.4 % تقريبًا، بينما وصل معدل التوزيعات إلى 1.9 %، وطبقًا لهذا، لو جمعنا ما يلي:

69 ارجع لكتاب "جيرمي سيجل": *Stocks for the long Run* طبعة McGrawhill 2002، 94، والبحث الذي قام به كل من "روبرت آرنوت "، و "وليام بيرنيستين "" The Two Percent Dilution " 2002 في يوليو.

1.5 % إلى 2 %

+ 2.4 %

+ 1.9 %

مستواها الحالي؟ يوضح الشكل (3- 1) الفترات السابقة عندما بلغت الأسهم مستويات مماثلة، وكيف تقلبت طوال عدة فترات طالت كل منها عشر سنوات:

وهكذا، طبقًا لمستويات التقييم المماثلة لتلك الخاصة بأوائل عام 2003، نرى أن أحوال السوق سارت على خير ما يرام حينًا طوال السنوات العشر التي أعقبت ذلك، وتدهورت حينًا، وتأرجحت بين هذا وذاك أحيانًا أخرى. وإنني لأحسب "جراهام" بما عرف عنه بالتحفظ الدائم، سيقسم الفرق بين أعلى العائدات التي تحققت في الماضي وأدناها، ويتنبأ بتحقيق الأسهم لعائد يصل إلى 6 % سنويًّا تقريبًا، أو 4 % بعد التضخم. (ومن المثير للدهشة، أن توقع "جراهام" يتفق وتقديرنا السابق، عندما أضفنا معدل النمو الحقيقي إلى معدل النمو في ظل التضخم، إلى معدل النمو المتوقع). ولكن عند مقارنة نسبة 6 % بعائد التسعينيات، نجد أنها نسبة ضئيلة للغاية، وإن كان أفضل من العائدات التي من المتوقع أن تحققها السندات، وهو مبرر كافٍ لاحتفاظ المستثمرين بالأسهم كجزء من حافظاتهم الاستثمارية المنوعة.

الشكل (3-1)

السنة	معدل السعر / الأرباح	العائد الإجمالي طوال السنوات العشر التالية
1898	21.4	9.2
1900	20.7	7.1
1901	21.7	5.9
1905	19.6	5
1929	22	0.1-
1936	21.1	4.4
1955	18.9	11.1
1959	18.6	7.8
1961	22	7.1
1962	18.6	9.9
1963	21	6
1964	22.8	1.2
1965	23.7	3.3
1966	19.7	6.6
1967	21.8	3.6
1968	22.3	3.2
1972	18.6	6.7
1992	20.4	9.3
المتوسطات	**20.8**	**6**

المصادر: http://aida.econ.yale.edu/-shiller/data/ie-data.htm مقال بقلم كل من "جاك ويلسون" و "تشا
جونز "بعنوان Price Index and Stock ... and Cowles' Extensions ... Associates

كي لا يفت ذلك في عضدك. فلابد أن يتمسك المستثمر الذكي بالأمل ويتحلى بروح التفاؤل إلى الأبد. وكما يقال في الأسواق المالية، إن أشد ساعات الليل حلكة هي تلك التي تسبق انبلاج ضوء الفجر، ولقد قال أحد الساخرين للروائي والكاتب البريطاني "جي. كيه. تشيسترتون ": "إنها لنعمة كبيرة ينعم بها الله على من لا يتوقع الحصول على شيء؛ إذ لن يصيبه الإحباط مطلقًا في يوم ما من الأيام". أو تدري ماذا كان رد "تشيسترتون "عليه؟ لقد قال له: "إنها لنعمة كبيرة ينعم بها الله على من لا يتوقع الحصول على شيء؛ لأنه سوف يتذوق حلاوة أي شيء مهما كان".

الفصل 4

السياسة العامة للمحافظ الاستثمارية: المستثمر المتحفظ

تتحدد الخصائص الأساسية لأية حافظة استثمارية، طبقًا لمكانة مالكها أو مالكيها وسماتهم؛ ففي طرف النقيض نجد المصارف الادخارية وشركات التأمين على الحياة، وما يطلق عليه صناديق الاستثمار القانونية. ومنذ جيل مضى، اقتصرت أغلب الاستثمارات في العديد من الولايات، بقوة القانون، على السندات الممتازة، وفي بعض الأحيان على الأسهم الممتازة، ثم لدينا في الطرف الآخر من النقيض رجل الأعمال الثري ذو الخبرة، الذي لديه الحرية في ضم أي نوع من السندات أو الأسهم إلى قائمة أوراقه المالية شريطة أن تكون الصفقة مربحة وجذابة.

هناك مبدأ قديم وصحيح مفاده أن الذين لا قبل لهم بتحمل المخاطر عليهم الاكتفاء من غنيمة استثماراتهم بالنزر اليسير نسبيًا مما يحصلون عليه من عائدات. وانطلاقًا من هذا المبدأ ساد المفهوم العام بأن معدل العائدات الذي ينبغي أن يسعى المستثمر إلى تحقيقه يجب أن يتناسب مع حجم المخاطرة التي يمكنه تحملها. ولكننا نختلف مع هذا الرأي؛ إذ ينبغي أن يتوقف معدل العائد المراد تحقيقه على مقدار ما لدى المستثمر من الاستعداد لبذله لجهود يحكمها العقل والحكمة من أجل الوصول إلى غايته. إن العائدات المنخفضة إنما تكون من نصيب المستثمر السلبي الذي يبغي الحصول

على الأمان بدون أن تكبله مشاعر الخوف والقلق. أما أعلى العائدات فتكون من نصيب المستثمر اليقظ والمقدام الأشد حصافة والأرفع مهارة. لقد أضفنا في عام 1965 قولنا: "في العديد من الحالات قد تنخفض المخاطرة الحقيقية التي تصاحب شراء "أسهم متدنية السعر" مما يتيح فرصة الحصول على أرباح هائلة تفوق تلك التي يتيحها شراء السندات التقليدية التي تدر عائدًا يصل إلى 4.5 % تقريبًا". ومما لا شك فيه أن هذه المقولة كانت صحيحة بدرجة فاقت ما كنا نتصوره نحن شخصيًّا، خاصة أنه خلال السنوات التي تلت ذلك فقدت أفضل السندات طويلة الأجل جانبًا ضخمًا من قيمتها السوقية بسبب ارتفاع أسعار الفائدة.

المشكلة الرئيسية في تقسيم محتوى الحافظة ما بين السندات والأسهم

سبق أن أشرنا بالفعل في إيجاز شديد إلى السياسة التي يتبعها المستثمر المتحفظ إزاء حافظته الاستثمارية. وذكرنا أنه ينبغي عليه تقسيم استثماراته ما بين السندات الممتازة وبين الأسهم العادية فائقة الجودة.

وكانت القاعدة الإرشادية الأساسية التي نصحنا بها هي ضرورة تلافي المستثمر دومًا انخفاض نسبة الأسهم العادية في حافظته الاستثمارية عن 25%، أو زيادتها على 75 %، والعكس صحيح بالنسبة للسندات. وتجدر الإشارة هنا إلى أنه ينبغي أن تتعادل كفتا التقسيم المعياري للحافظة بين هاتين الفئتين الاستثماريتين الرئيسيتين، أي النصف بالنصف. وكما جرت العادة،

يـرجع السبب المنطقي الوحيد لزيادة نصيب الأسهم العادية من الحافظة الاستثمارية على 50 %، إلى وجود مستويات أسعار متدنية في ظل وجود سوق طويلة الأجل للمضاربة على الهبوط. والعكس صحيح عندما يتطلب المنطق والحكمة خفض حصة الأسهم العادية في الحافظة الاستثمارية عن 50 % لاستشعار المستثمر لخطر ارتفاع الأسعار ارتفاعًا شديدًا.

يا له من أمر سهل أن تردد هذه الأقوال المأثورة! ويا له من أمر صعب أن تطبقها! وذلك لما تنطوي عليه من مخالفة حادة للطبيعة الإنسانية التي تمثل السبب الرئيسي وراء ظهور أسواق المضاربة على الصعود أو الهبوط. وإنه أمر متناقض أن نقترح على المالك العادي للأسهم كنوع من أنواع السياسات الناجحة خفض عدد الأسهم التي يمتلكها عندما يرتفع مستوى السوق عند حد ما، وزيادة عددها عندما تمر السوق بفترة تدهور عارض. ويرجع السبب في ذلك إلى أن الفرد العادي على ما يبدو يسير (كما ينبغي عليه فعل ذلك) في الاتجاه المعاكس الذي سارت فيه ارتفاعات السوق وانهياراته في الماضي، والتي من المرجح كما يعتقد الكاتب أن يتكرر حدوثها في المستقبل.

فإذا كان الحد الفاصل بين الاستثمار وعمليات المضاربة واضحًا كما كان من قبل فيمكننا حينئذٍ تخيل المستثمرين كشرذمة من الدهاة المحنكين الذين يبيعون الأسهم باهظة الثمن للمضاربين الجهلاء سيئي الطالع، ليعاودوا شراءها منهم بأسعار أقل. قد تعكس هذه الصورة قدرًا من الحقيقة التي كانت سائدة في الماضي،

لكن يصعب أن تراها العين حاليًا، خاصة في ظل التطورات المالية التي طرأت منذ عام 1949. ولا يوجد فيما ذكرناه ثمة ما يشير إلى أن الصفقات الاحترافية مثل تلك التي تجريها صناديق الاستثمار المشتركة قد جرت على هذا النحو. إن نسبة الحافظات الاستثمارية المخصصة للأسهم التي تعمل فيها الفئتان الرئيسيتان من فئات الصناديق الاستثمارية وهما صناديق الاستثمار "المتوازنة" وصناديق استثمار "الأسهم العادية" تتغير شيئًا فشيئًا كل عام. وترتبط أنشطة البيع التي تقوم بها تلك الصناديق أشد ما ترتبط بالجهود الرامية إلى التحول من الممتلكات التي لا تبشر بالخير الكثير إلى أخرى أكثر ربحًا.

فإن تخلت سوق الأسهم - وهو ما درجنا على الإيمان به - عن تقاليدها القديمة، ولم يستبدل بها غيرها، فلن يمكننا وضع قواعد يُعتمد عليها، ويستطيع المستثمر بمقتضاها خفض حصة ما بحوزته من أسهم عادية بحد أدنى يصل إلى 25 % ليعيد بعد ذلك بناءها حتى تبلغ حصتها بحد أقصى 75 %. ويمكن القول بصفة عامة إنه لا ينبغي على المستثمر ألا يزيد ما يملكه من أسهم عادية على 50 %، ما لم يكن واثقًا تمام الثقة بقوة موقف أسهمه، وإنه بوسعه تقبل انهيار كالذي حدث في عامي 1969 و 1970 برباطة جأش. وإنه لمن العسير علينا معرفة مصدر مثل هذه الثقة في ظل الظروف التي كانت سائدة في أوائل 1972؛ لذلك لا ننصح بزيادة حصة الأسهم العادية على حدود الـ 50 % في هذا الوقت. ولأسباب أخرى إضافية لا ننصح بخفض نسبة

هـذه الأسـهم عـن 50 % ما لم يساور المستثمر شعور بالقلق من المستوى الراهن للسوق، ويرضى بأن يكون نصيبه من أي ارتفاع آخر لا يتعدى 25% من إجمالي قيمة استثماراته.

ولهذا نضع بين أيدي قرائنا صيغة النصف بالنصف التي تـم تبسـيطها إلـى حـد كبـير. والتـي يجـب بمقتضـاها الحفاظ على تساوي كفتي الأسهم والسندات، وعندما تـؤدي التغـيرات التـي تشهدها السوق إلى رفع حصة الأسهم لما يزيد على 55 % مثلًا عندئذٍ للمستثمر إعادة التوازن إلى استثماراته، من خلال بيع ما يساوي 1.1 من حافظـة الأسـهم وشراء سندات بما يحصل عليه من عائـدات. والعكس صـحيح، إذا هبطـت حصة الأسهم العاديـة مـن الحافظة إلى أقل من 45 %، ينبغي على المستثمر أن يبي 1.1 من قيمة السندات لشراء أسهم إضافية.

ولقد اتبعت جامعة "ييل" خطة مماثلة لذلك إلى حد ما لعـدة سـنوات تلـت عـام 1937، لكنـها جعلـت حصـة "الحيازة الطبيعية" من الأسهم العادية 35 % فقط، ولكن في أوائل الخمسينيات تخلت الجامعة عن صيغتها التي كانت شهيرة في يوم من الأيام، وفي عام 1969 رفعت حصـة الأسـهم العاديـة (بمـا فـي ذلـك الأسـهم القابلـة للتحويل) من حافظتها الاستثمارية لتبلغ 61 %. (ولقد شـكلت حصـة الأسـهم العاديـة مـن صـناديق وقـف 71 مؤسسة من تلك المؤسسات، والتي بلغ إجمالي قيمتها 7.6 مليار دولار، نسبة 60.3 %). إن مثال جامعة "ييل"، يوضح الأثر المدمر للارتفاع الهائل للسوق على أسلوب

الصيغة الاستثماري الذي كان شائعًا في يوم من الأيام. ولكن على الرغم من ذلك، فإننا على يقين من أن صيغتنا الخاصة "النصف بالنصف" من هذا الأسلوب منطقية للغاية وتتناسب مع المستثمر المتحفظ؛ فهي بسيطة للغاية وتشير بوضوح إلى الاتجاه الصحيح؛ حيث تمنح من يتبعها شعورًا بأنه يستجيب للتطورات الجارية في السوق، وأهم من هذا كله أنها سوف تقيه شر مزيد من الانزلاق نحو الأسهم العادية كلما ازداد ارتفاع السوق إلى مستويات أكثر خطورة.

فضلًا عن ذلك، فإن المستثمر المتحفظ بحق سوف يشعر بالرضا مما يحصل عليه من أرباح من نصف قيمة حافظته الاستثمارية في سوق تتجه نحو الارتفاع، ولكن في حالة حدوث هبوط حاد فسوف يجد العزاء والسلوان في التفكير في يمن طالعه الذي جعل حاله أفضل من غيره من العديد من أصدقائه الأكثر تهورًا.

وفي الوقت الذي تبدو فيه صيغة النصف بالنصف التي اقترحناها هي الأبسط من بين كل الصيغ الأخرى، فإنها لا تعد الأفضل على ضوء عوائدها. (ومما لا شك فيه أنه ما من أسلوب، آلي أو غيره، يستطيع المرء اتباعه مطمئنًا إلى أنه سوف يحقق عوائد أفضل من غيره من الأساليب الأخرى). إن العائد الضخم الذي تدره السندات الجيدة حاليًا أكثر من الأسهم المنتقاة يوفر حجة مقنعة لمن يميل إلى زيادة حصة السندات. إن اختيار المستثمر لجعل حصة الأسهم 50% أو أقل إنما يرجع إلى مزاجه ومواقفه. فإن كان بوسعه أن يزن الأمور برباطة جأش فسوف يفضل تخصيص 25 % فقط من حافظته المالية

الممتازة من فئة (أ) التي تدر 7.5 % وعائد السندات الأساسية غير الخاضعة للضريبة التي تدر 5.3 %. (ويستخدم مصطلح "سندات البلديات" للإشارة إلى كل فئات السندات المعفاة من الضرائب، بما فيها تلك التي تضمنها الولاية) لهذا كانت هناك خسارة في الدخل تقدر بـ 30% مقابل أجل الاستحقاق هذا من جراء التحول من سندات الشركات إلى سندات البلديات. فإذا كان المستثمر ينتمي إلى شريحة ضريبية أعلى من 30%، فسوف يحصل على صافي مبلغ ادخار بعد الضرائب إذا اختار سندات البلديات، والعكس صحيح إذا كان الحد الأقصى للضريبة يقل عن 30 %. إن الشخص الأعزب يبدأ في سداد سعر ضريبة يصل إلى 30 % إذا تجاوز هذا الدخل بعد الاستقطاعات 10000 دولار، ويطبق هذا السعر على الزوجين إذا تجاوز دخلهما الخاضع للضريبة 20000 دولار. ومن هنا يتضح أن جانبًا كبيرًا من أفراد المستثمرين سوف يحصلون على عائد أعلى بعد الضريبة من سندات البلديات الجيدة، يفوق العائد الذي يحصلون عليه من سندات الشركات الجيدة.

إن الاختيار بين تواريخ الاستحقاق (الطويلة أو القصيرة) يطرح سؤالًا مختلفًا: هل يريد المستثمر تأمين نفسه ضد انهيار أسعار سنداته في مقابل (1) عائد سنوي أدنى و (2) تضييع إمكانية تعظيم القيمة الأساسية لهذه السندات؟ ولقد رأينا أنه من الأفضل الإجابة عن هذا السؤال بالتفصيل في الفصل الثامن تحت عنوان "المستثمر وتقلبات السوق".

لقد ظلت السندات الادخارية الأمريكية لسنوات عديدة

في الماضي هي الاختيار الأكثر منطقية بالنسبة للأفراد؛ فقد كانت ولا تزال توفر هامش أمان غير قابل للمناقشة، كما كانت تمنح عائدًا يفوق سائر الاستثمارات السندية الممتازة الأخرى، كما أتاحت خيار استرجاع أصل قيمتها مع مميزات أخرى زادت من جاذبيتها. وقد خصصنا فصلًا كاملًا في طبعاتنا الأولى بعنوان "السندات الادخارية الأمريكية: هبة المستثمرين".

وكما سنشير لاحقًا، لا تزال السندات الادخارية الأمريكية تزخر بالمميزات التي تجعل منها خيارًا مناسبًا لأي مستثمر فردي. ونحن نراها الخيار الأمثل لذوي رأس المال المتواضع، والذي لا يتجاوز 10000 دولار، ويبغي وضعه في سندات. أما أولئك الذين يتمتعون برأس مال أكبر، فقد يجدون في غيرها من أوعية الاستثمار الأخرى خيارًا أكثر جاذبية.

ودعنا نسرد بعضًا من الأنواع الرئيسية للسندات، والتي تستحق انتباه المستثمر، ونناقشها في إيجاز دون أن نغفل توصيفها العام، ودرجة الأمان التي تتمتع بها، وعائدها، وسعرها السوقي ومخاطرها، ووضعها الضريبي وغيرها من السمات الأخرى:

1. سندات توفير الخزانة الأمريكية من الفئة (هـ)، والفئة (ي): سوف نتناول بإيجاز أولًا الشروط المهمة التي تحكم كلًا منها، ثم نتبعها بعرض المزايا العديدة والفريدة والجذابة لهذه الاستثمارات التي تتلاءم تمامًا مع المستثمر. تدر السندات من الفئة "ي" عائدًا نصف سنوي مثلها في ذلك مثل سائر أنواع السندات الأخرى.

أما نسبة هذا العائد، فهي 4.29 % في السنة الأولى، يليها عائد ثابت يبلغ 5.10% لمدة تسع سنوات حتى يحين موعد استحقاقها. أما السندات من الفئة "هـ"، فلا يتم توزيع الفوائد على المستثمر، بل تتراكم العائدات مما يزيد من قيمتها عند الاسترداد. وتباع تلك السندات بـ 75 % من قيمتها الاسمية، وتستحق بعد خمس سنوات وعشرة أشهر (بعد أن تبلغ قيمة عائداتها 100%). فإن واصل المستثمر امتلاكها حتى يحين أوان استحقاقها، فسوف يصل عائدها إلى نسبة 5 % بفائدة مركبة نصف سنوية. أما إذا تمت استعادتها قبل استحقاقها، فسيتراوح عائدها بحد أدنى من 4.01 % في العام الأول، ليصل إلى 5.20 % في المتوسط طوال السنوات الأربع والنصف اللاحقة.

وتخضع نسبة الفائدة المقدمة على السندات لضريبة الدخل الفيدرالية، لكنها معفاة من ضريبة الدخل التي تفرضها الولاية. وعلى أية حال يمكن سداد ضريبة الدخل الفيدرالية المفروضة على السندات من فئة "هـ" كما يرغب حاملها؛ حيث يسددها إما سنويًّا مع تراكم الفائدة (أو من خلال قيمة استرداد أعلى)، أو الامتناع عن سدادها حتى يحين موعد استحقاق السند.

ويسمح لأصحاب السندات من الفئة (هـ)، باسترداد قيمتها نقدًا وقتما شاءوا (ولو بعد شرائها مباشرة) ولكن بقيمة استردادها الراهنة. وينطبق الأمر ذاته على أصحاب السندات من الفئة "ي" الذين يمكنهم استرداد قيمة سنداتهم بقيمة التكلفة. ويمكن للمستثمر تحويل سنداته من الفئة "هـ" إلى الفئة "ي"، وينال بذلك بعض

المزايا الضريبية. كما يمكن للمستثمر استبدال السندات المفقودة أو التالفة أو المسروقة والحصول على أخرى دون تكلفة. هناك قيود مفروضة على عمليات شراء السندات السنوية، لكن وجود شروط تسمح بالملكية المشتركة بواسطة أفراد الأسرة يتيح لأغلب المستثمرين القدرة على شراء أكبر عدد ممكن من السندات كيفما شاءوا. تعليق: ينبغي أن يعلم القارئ أنه ليس ثمة استثمار يجمع ما بين: (1) الضمان التام لحماية أصل المبلغ المستثمر والفوائد، و (2) حق استرداد أموالك بالكامل وقتما تشاء، و(3) ضمان عائد يقدر بـ 5% لعشر سنوات على الأقل. ولقد كان لمالكي الإصدارات الأولى من السندات فئة "هـ" الحق في تمديد أجل سنداتهم عند استحقاقها، وبالتالي الاستفادة من تراكم القيمة السنوية بمعدلات متوالية ومتزايدة. وقد منح تأخير المبالغ الضريبية على الدخل خلال هذه الفترات الطويلة، ميزة دولارية جليلة، فقد زاد طبقًا لحساباتنا من مقدار الربح الصافي بعد الضريبة الذي يحصل عليه ثلث المستثمرين في الحالات التقليدية. وعلى النقيض من ذلك، نجد أن حق الحصول على القيمة النقدية للسند بسعر التكلفة أو بسعر أعلى منه، قد منح المستثمر الذي اشترى السندات التي تنخفض أسعار فائدتها وقاية تامة من تقلص أصل المبلغ، وهو ما يحدث للعديد من المستثمرين في السندات، أو بعبارة أخرى، منحهم إمكانية الانتفاع من ارتفاع معدلات الفائدة، وذلك عن طريق تحويلهم ما بحوزتهم من أوراق مالية متدنية الفائدة إلى كوبونات ضخمة، ذات قيمة مالية متكافئة.

وفي اعتقادنا أن السندات الادخارية بما لها من مزايا يتمتع بها مالكوها تعوض تدني عائداتها الحالية، مقارنة بسائر الالتزامات الحكومية المباشرة الأخرى.

2. أنواع السندات الأمريكية الأخرى: هناك أعداد هائلة من هذه السندات تغطي جميعها معدلات متفاوتة من كوبونات وتواريخ الاستحقاق، وجميعها مضمونة فيما يتعلق بدفع الفائدة ورد أصل المبلغ، وتخضع لضريبة الدخل الفيدرالية، وإن كانت معفاة من ضريبة الدخل التي تفرضها. في أواخر عام 1971 حققت السندات طويلة الأجل أي التي تتجاوز فترة استحقاقها السنوات العشر متوسط عائد بلغ 6.09 %، وحققت السندات متوسطة الأجل (ثلاث إلى خمس سنوات) متوسط عائد 6.35 %، وقصيرة الأجل 6.03%.

وفي عام 1970 كان ابتياع عدد من السندات العتيقة بخصم كبير أمرًا يسيرًا. وكان يتم قبول بعض من تلك السندات بقيمتها الاسمية كوسيلة لتسوية الضرائب العقارية. ومن أمثلة تلك السندات، سندات الخزانة الأمريكية التي تستحق في عام 1990، وتمنح عائدًا قدره 3.5 %، وكان يتم بيعها عند 60 في عام 1970، ولكن ارتفعت قيمتها لتصل إلى 77 في نهاية عام 1970.

ومن الجدير بالذكر أن سندات الالتزام الأمريكية غير المباشرة تفوق عوائدها سندات الالتزام المباشرة ذات تاريخ الاستحقاق نفسه. ويتم حاليًا ونحن نسطر هذه الكلمات طرح "الشهادات التي يضمنها وزير النقل بوزارة النقل الأمريكية ضمانًا تامًّا"، وتدر عائدًا يبلغ 7.05 %،

بما يزيد بـ 1 % على سندات الالتزام المباشرة التي تستحق في العام نفسه (1986). وقد أصدرت هذه السندات في الأساس باسم أمناء شركة بين سنترال ترانسبورتيشن، ولكنها بيعت بناء على بيان من النائب العام للولايات المتحدة جاء فيه أن الضمان "يخلق التزامًا عامًّا على الولايات المتحدة التي تدعمها بضمان مركزها الائتماني". ولقد كان هناك عدد كبير من سندات الالتزام غير المباشرة التي كانت تضمنها حكومة الولايات المتحدة في الماضي، ولقد تم الوفاء بها جميعًا.

وقد يتساءل القارئ لِمَ كل هذه الضجة التي تشتمل على ما يبدو أنه توفير "ضمان شخصي" من وزير النقل ذاته، وتكلفة كبيرة يتحملها دافع الضرائب في نهاية الأمر؟ يرجع السبب الرئيسي وراء أسلوب التعامل غير المباشر إلى حد الدَّيْن الذي يفرضه الكونجرس على الاقتراض الحكومي. وكما هو واضح، لا تعد الضمانات التي تعطيها الحكومة بمثابة ديون، وهي دلالة خفية يلتقطها المستثمر المحنك. والفائدة الرئيسية التي يتم الحصول عليها من هذا الأمر هي إصدار "سندات هيئة الإسكان" المعفاة من الضريبة، والتي تتمتع بما يعادل الضمان الذي تمنحه الولايات المتحدة، وتعد تلك السندات هي الإصدارات الوحيدة المعفاة حقًّا من الضريبة والمعادلة للسندات الحكومية. المثال الآخر على السندات المدعومة حكوميًّا هو تلك السندات التي يطلق عليها سندات الدين الاجتماعية الجديدة التي تم طرحها في سبتمبر عام 1971، و تدر عائدًا يبلغ 7.60 %.

3. سندات البلديات وسندات الولاية: تعفى هذه السندات من ضرائب الدخل الفيدرالية وضرائب الدخل المفروضة داخل الولاية التي أصدرتها فحسب، وتمثل تلك السندات التزامًا مباشرًا على الولاية أو أية سلطة تابعة لها أو تكون "سندات إيرادية" تعتمد مدفوعات فوائدها على متحصلات المرافق من رسوم الطرق السريعة، والجسور وإيجارات المباني وغيرها. ولا تتمتع كل السندات المعفاة من الضريبة بالحماية الكافية، لتبرير إقدام المستثمر المتحفظ على شرائها. ولكنه يستطيع الاعتماد في شرائها على التصنيف الذي يحصل عليه كل إصدار من تلك الإصدارات من مؤشر إس آند بي أو مؤشر موديز. وعلى أية حال يعد الحصول على تصنيف واحد فقط من التصنيفات الثلاثة المرتفعة التي تمنحها أي من تلك المؤسسات (**Aaa AA** A ،**(Aa)**) و بمثابة مؤشر كافٍ لتوافر عنصر الأمان (**A** أو الجيدة **Aa** في أي سند. ويختلف عائد هذه السندات باختلاف آجال الاستحقاق ونوعية السند؛ حيث تدر السندات آنية الاستحقاق عوائد منخفضة. في أواخر عام1971 بلغ متوسط تصنيف الإصدارات التي يمثلها مؤشر ستاندرد آند بورز لسندات البلديات مستوى (**AA**) وأجل استحقاقها وصل إلى عشرين عامًا وعائدها بلغ 5.78 %. وفي الوقت نفسه حازت سندات فاينلاند وسندات إن جاي على تصنيف (AA) وأجل استحقاق بعد سنة واحدة بعائد بلغ 3 % فقط، وارتفع إلى 5.8 % عندما تم تأجيل تاريخ استحقاقها لعامي 1995 و 1996.

4. سندات الشركات: تخضع تلك السندات للضرائب

الفيدرالية والضرائب التي تفرضها الولاية. وفي أوائل عام 1972 كانت السندات الممتازة تدر عائدًا يصل إلى 7.19% ويبلغ أجل استحقاقها خمسة وعشرين عامًا؛ وذلك طبقًا لما نشره مؤشر موديز لسندات الشركات ذات تصنيف Aaa . أما السندات التي يطلق عليها السندات المتوسطة والمنخفضة التصنيف Baa فقد بلغت عوائدها عن آجال الاستحقاق طويلة المدى 8.23 %. ومما سبق يمكننا القول إنه في كل فئة من الفئات تدر السندات قصيرة الأجل عائدات أقل من نظيرتها طويلة الأجل.

تعليق : تشير النقاط الموجزة سالفة الذكر إلى أن فئات السندات الممتازة تتيح أمام المستثمر العادي خيارات عدة. ويستطيع المستثمرون الذين ينتمون لشرائح ضرائب دخل مرتفعة أن يحققوا صافي عائد أفضل من السندات المعفاة من الضريبة عن تلك الخاضعة لها. وبالنسبة لأنواع السندات الأخرى فإن مدى العائد الخاضع للضريبة في أوائل 1972 كان يتراوح فيما يبدو بين 5% بالنسبة للسندات الادخارية الأمريكية (بما تشتمل عليه من خيارات أخرى خاصة) و 7.5 % بالنسبة لسندات الشركات الممتازة.

الاستثمار في السندات ذات العائد المرتفع

يمكن للمستثمر الحصول على عائد أكبر من سنداته إذا ما ضحى بالجودة. لكن أثبتت التجربة أن الحكمة تقتضي من المستثمر العادي أن ينأى بنفسه عن تلك السندات التي تدر عائدًا مرتفعًا للغاية؛ ففي الوقت الذي

تيسر له عائدًا كليًا أفضل من ذلك الذي توفره العائدات فائقة الجودة، فإنها قد تعرضه للعديد من التطورات غير المواتية الخطيرة، والتي تتراوح ما بين انهيار الأسعار الذي سوف يقض مضجعه، والإعسار. (وعلى الرغم من أن فرص الشراء بأسعار متدنية، تكون أكبر في السندات منخفضة الجودة، لكن اقتناصها يتطلب دراسة ومهارة) 70 .

70 إن الانتقادات التي وجهها "جراهام" للسندات مرتفعة العوائد قد خفت حدتها نظرًا للانتشار واسع النطاق لصناديق الاستثمار المشتركة والتي توزع المخاطرة وتجري البحوث الخاصة بحيازة "السندات الرديئة". ولمزيد من التفاصيل انظر التعليق على الفصل السادس.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن القيود التي يفرضها الكونجرس على إصدار السندات الأمريكية المباشرة قد أفرز نوعين على الأقل من أنواع "فرص إبرام صفقات جيدة" يمكن لمن يستثمر في الالتزامات المدعومة حكوميًا أن ينتفع بهما. أحدها في سندات "الإسكان الجديد" المعفاة من الضرائب، والآخر في "سندات الدين الاجتماعية" الخاضعة للضريبة. ولقد بلغت عائدات سندات الإسكان في يوليو عام 1971 مقدار 5.8 %، معفاة من الضرائب الفيدرالية أو الضرائب التي تفرضها الولاية، بينما بلغت عائدات سندات الدين الاجتماعية في سبتمبر من العام نفسه 7.60 %. ويتمتع هذان النوعان من السندات بضمان المركز الائتماني لحكومة الولايات المتحدة: مما يوفر لهما عنصر الأمان الذي لا

يرقى له الشك. كما أن كلا من النوعين يمنح عائدًا يفوق بكثير السندات الأمريكية العادية 71 .

71 لم يعد هناك أي وجود لسندات الإسكان الجديدة وسندات الدين الاجتماعية. ولقد كانت سندات "هيئة الإسكان الجديدة" تدعمها وزارة الإسكان والتطوير العمراني المدني ومعفاة من ضرائب الدخل، ولكن لم يتم إصدارها منذ عام 1974. ولقد أجاز القانون الفيدرالي الذي تم إصداره عام 1968سندات الدين الاجتماعية التي تحظى بدعم وزارة الإسكان والتطوير العمراني المدني. وجرى إصدار ما قيمته 350 مليون دولار من تلك السندات في عام 1975، لكن تم إلغاؤها في عام 1983.

الودائع الادخارية كبديل للسندات

قد يحصل المستثمر اليوم على معدل فائدة من ودائعه الادخارية في مصرف تجاري أو ادخاري (أو من شهادات الادخار المصرفية) يماثل في ارتفاعه ما يحصل عليه من السندات الممتازة ذات تاريخ الاستحقاق القريب. وفي الوقت الذي قد ينخفض فيه معدل الفائدة على الحسابات الادخارية المصرفية في المستقبل فإنها تظل بديلًا ملائمًا للاستثمارات السندية قصيرة الأجل.

الأوراق المالية القابلة للتحويل

تمت مناقشة هذا الموضوع في الفصل السادس عشر. كما تناولنا تفاوت أسعار السندات بصورة عامة في

الفصل الثامن بعنوان "المستثمر وتقلبات السوق".

شروط الاستدعاء

لقد ناقشنا باستفاضة في الطبعات السابقة مثل هذا النوع من التمويل السندي إذ اشتمل على ظلم عظيم للمستثمر قلَّ مَنْ لاحظه؛ ففي الحالات التقليدية للسندات يمكن استدعاء قيمة السند بعد إصداره بفترة وجيزة وبفائدة متواضعة تفوق سعر الإصدار بـ 5 % على سبيل المثال؛ مما يعني أنه في أثناء فترات التقلبات الهائلة يتحتم على المستثمر تحمل العبء الأكبر للتغيرات غير المواتية وعدم حصوله إلا على فتات ما قد تسفر عنه أي ظروف أخرى مواتية قد تحدث.

مثال على ذلك: وهو سندات دين الطاقة والكهرباء الأمريكية، بمعدل عائد يبلغ 5 %، وفترة استحقاقها البالغة 100 عام، والتي بيعت للجمهور بـ 101 دولار عام 1928. بعد ذلك بأربع سنوات، وفي ظل انتشار حالة من الذعر تقريبًا، تدنى سعر تلك السندات الجيدة ليصل إلى 62.5 دولار، وعائد يبلغ 8 %. وبحلول عام 1946، وبعد حالة من الانقلاب العكسي، أمكن بيع هذه السندات بعائد يقدر بـ 3% فقط في الوقت الذي كان ينبغي فيه الحصول على عائد الـ 5% عندما يصل السعر المعروض إلى 160دولارًا. لكن استغلت الشركة عند هذه النقطة الميزة التي يمنحها لها حق الاسترداد، واستردت الإصدار عند سعر 106 دولارات فقط.

إن خاصية الاستدعاء التي تتوافر في عقود بيع

السندات أشبه ما يكون بلعبة "ملك وكتابة". وبعد طول انتظار رفضت الجهات التي تبتاع هذه السندات هذا البند الظالم. وفي الوقت الراهن تم توفير الحماية على إصدارات الكوبونات مرتفعة الجودة وطويلة الأجل؛ بحيث أصبح من المتعذر استعادة قيمتها قبل مرور عشر سنوات أو أكثر من تاريخ إصدارها، وعلى الرغم من أن ذلك فرض قيودًا على فرص ارتفاع أسعارها فإنه لم يكن أمرًا ظالمًا.

وإننا لننصح المستثمر في السندات طويلة الأجل بأن يضحي بمقدار ضئيل من العائدات لقاء تلافي حق استدعاء السند لمدة تتراوح ما بين عشرين وخمسة وعشرين عامًا تقريبًا. وبالمثل يوفر شراء كوبونات السندات منخفضة العائد 72 بخصم مميزات تفوق تلك التي يمنحها بيع كوبونات السندات مرتفعة العائد بقيمتها الاسمية، والتي يمكن استدعاؤها في غضون سنوات قليلة؛ إذ إن الخصم، أي على سند 3.5 % عند 63.5 % من القيمة، وبعائد يبلغ 7.85%، يوفر الحماية التامة ضد صور الاستدعاء كلها.

72 يمثل "كوبون" السند معدل فائدته، وتمنح السندات ذات الفائدة المتدنية معدل فائدة أدنى من متوسط المعدل السائد في السوق.

الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل

هناك ملاحظات عامة ينبغي تناولها في هذه المرحلة حول موضوع الأسهم الممتازة؛ فالأسهم الممتازة حقًّا وإن كانت موجودة وفي المتناول، فإن الإطار

الاستثماري الذي تعمل فيه إطار سيئ. ويعتمد المستثمر الذي يلجأ إلى هذا النوع من الاستثمار في تأمين نفسه على قدرة الشركة ورغبتها في سداد التوزيعات عن أسهمها العادية . وبمجرد أن تلغي الشركة توزيع أرباح الأسهم العادية، أو حتى تتعرض هذه التوزيعات للخطر، يصبح هو ذاته في خطر لأنه ما من شيء يلزم المديرين بمواصلة توزيع أرباح الأسهم العادية ما لم يكونوا هم أنفسهم من بين المستثمرين في الأسهم العادية للشركة. ومن ناحية أخرى، لا تمنح الأسهم الممتازة أي حق في المشاركة في أرباح الشركة يفوق معدل التوزيعات الثابت؛ لذا يفتقر حامل السندات الممتازة في هذه الحالة إلى القوة القانونية التي تمنحها السندات لحاملها (كدائن)، وكذلك فرص الربح التي تمنحها الأسهم العادية لحامليها (كشريك).

إن أوجه الضعف التي تشوب الوضع القانوني للأسهم الممتازة تطل برأسها بوضوح مرة بعد أخرى خاصة خلال فترات الكساد؛ فقلة قليلة منها فقط هي التي تتمتع بقوة تبوئها وضعًا استثماريًّا مطمئنًا في خضم الظروف السيئة كلها. وكما علمتنا الخبرة، فإن الوقت الأمثل للإقدام على شراء الأسهم الممتازة هو عندما تتدنى أسعارها للغاية بفعل الأزمات الاقتصادية (ففي مثل هذه الأوقات تعد الخيار الأمثل للمستثمر المقدام، إلا أنها تعد استثمارًا غير تقليدي بالمرة بالنسبة للمستثمر المتحفظ).

بعبارة أخرى، يتوجب شراء تلك الأسهم في وقت تدهور أسعارها، وإلا فلا تقدم على شرائها أبدًا. ولسوف

نتناول لاحقًا الأوراق المالية التي تتوافر فيها المميزات المماثلة والقابلة للتحويل، والتي توفر فرصًا خاصة لتحقيق الربح. إلا أنها تعد جميعًا استثمارات غير عادية بالنسبة للحافظة الاستثمارية المحافظة.

ومن الصفات الخاصة الأخرى التي يتسم بها الوضع العام للأسهم الممتازة ويجدر بنا ذكرها هي أنها تتمتع بوضع ضريبي أفضل إن كان المشتري شركة من الشركات وليس مستثمرًا فرديًّا؛ إذ تسدد الشركات ضريبة دخل لا تتجاوز الـ 15% من قيمة الدخل الذي تحصل عليه من عوائد الأوراق المالية، بينما تسدد الضريبة كاملة عن جميع الدخل التقليدي الذي تحصل عليه من الفائدة. لقد استقر سعر ضريبة الشركات من عام 1972 على 48 % مما يعني أنه عن كل سهم عادي بقيمة 100 دولار تسدد ضريبة قدرها 7.20 دولار لا غير، بينما تبلغ قيمة الضريبة على عائد السند الذي تبلغ قيمته 100 دولار حوالى 48 دولارًا. من ناحية أخرى، يسدد المستثمر الفردي قيمة الضريبة نفسها على استثماراته في الأسهم الممتازة وعلى الفوائد التي يتحصل عليها من السندات، باستثناء حد منخفض من الإعفاء؛ لذلك كما تملي علينا أحكام العقل والمنطق لا ينبغي أن يقدم على الاستثمار في الأسهم الممتازة سوى الشركات فقط، ولا ينبغي أن يقدم على الاستثمار في السندات المعفاة من الضرائب سوى المستثمر الفردي الخاضع لضريبة الدخل 73 .

73 وفيما يظل منطق "جراهام" صحيحًا، نجد أن الأرقام التي بني عليها منطقه قد تغيرت: حيث تستطيع

الشركات حاليًّا اقتطاع 70 % من الدخل الذي تحصل عليه في صورة توزيعات، في حين صار سعر الضريبة المفروضة على الشركات 35 %، ولهذا يصل ما تؤديه تلك الشركات كضريبة على توزيعات تقدر قيمتها بـ 100دولار إلى 24.50%، في حين ستؤدي مبلغ 35 دولارًا كضريبة على الدخل الذي تحصل عليه من الفائدة. إن الأفراد يدفعون سعر ضريبة دخل مماثل على الدخل الناتج من التوزيعات ومن الفائدة؛ لهذا لا تمنحهم الأسهم الممتازة أية مميزات ضريبية.

فئات أشكال الأوراق المالية

مما لا شك فيه أنه من اليسير كما ناقشنا في هذا الكتاب فهم طبيعة السند والسهم الممتاز؛ حيث يحق لحامل السند الحصول على فائدة ثابتة وأصل قيمة السند في تاريخ محدد. كما يحق لصاحب السهم الممتاز الحصول على توزيعات أرباح ثابتة لا أكثر ولا أقل حتى قبل دفع توزيعات الأسهم العادية. كما لن يكون له الحق في استرداد أصل مبلغ استثماره في أي وقت محدد. (وقد تكون تلك التوزيعات تراكمية أو غير تراكمية. وقد يكون له حق التصويت وقد لا يمنح هذا الحق).

إن النقاط سالفة الذكر توضح ولا شك الشروط القياسية وطبيعة أغلب السندات والأسهم الممتازة، ويبقى مع ذلك عدد لا يحصى من أشكال الأوراق المالية الأخرى وأشهرها الأسهم القابلة للتحويل والإصدارات الأخرى المماثلة، وكذلك سندات الدخل. وفي هذا النوع الأخير لا يتوجب على الشركة توزيع أية عوائد ما لم تَجْنِها هي

برهن على شيء فإنما يبرهن على العادات والتقاليد الجاثمة على وول ستريت، رغم كل المستجدات التي تستدعي وجود وجهة نظر جديدة. ومع كل موجة تفاؤل أو تشاؤم جديدة سرعان ما نتخلى عن تاريخنا وما درجنا عليه من مبادئ أثبتت التجربة فاعليتها، في الوقت الذي نتشبث فيه بشدة بأحكامنا المسبقة.

تعليقات على الفصل الرابع

عندما تترك الأمر للمصادفة عندئذٍ قد يتخلى عنك الحظ فجأة.

- بات رايلي، مدرب كرة سلة .

لأي مدى يجب أن تكون حافظتك هجومية؟

ويجيب "جراهام" عن هذا السؤال قائلًا إن الأمر يتوقف على "معدنك" كمستثمر أكثر مما يتوقف على أنواع الاستثمارات التي تمتلكها وأمامك سبيلان لكى تصبح مستثمرًا ذكيًا:

- • البحث الدءوب، والانتقاء والمتابعة لمزيج من الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار المشتركة.
- • أو من خلال تكوين حافظة دائمة، تجري عملياتها تلقائيًا مثل الطيار الآلي، ولا تتطلب بذل مزيد من الجهد (وعندئذٍ لن تشعر إلا بالقليل من الإثارة).

يطلق "جراهام" على الأسلوب الأول "الأسلوب النشط" أو "الجريء" وهو أسلوب يستغرق وقتًا طويلًا ويتطلب جهدًا عظيمًا. أما الإستراتيجية الأخرى "السلبية" أو "المتحفظة"، فلا تتطلب سوى القليل من الوقت والجهد، وانفصال شبه تام عن السوق وإغراءاتها. وكما قال مفكر الاستثمار "تشارلز إيليز": يتطلب الأسلوب الجريء بذل جهد فكري وبدني في آن واحد، أما الأسلوب المتحفظ فيتطلب بذل جهد انفعالي 74 .

74 لمزيد من التمييز ما بين مصاعب الاستثمار العقلية والبدنية من ناحية، والمصاعب الانفعالية من ناحية أخرى، انظر الفصل الثامن وما كتبه " تشارلز إيليز " بعنوان " ثلاث سبل لتحقق النجاح كمستثمر، والذي جاء في الكتاب الذي قام بتأليفه بالاشتراك مع "جيمس فيرتن " *The Investor's Anthology* (طبعة 1997 دار نشر "جون ويلي آند سانز ") ص 72.

فإذا كان لديك وقت فراغ، ولديك حب جم للمنافسة، وتفكر بنفس أسلوب عشاق الرياضة، وتستمتع بالتحدي الفكري العميق، إذن فالمنهج الجريء هو الأصلح لك. أما إن كنت دائمًا في عجلة من أمرك، وتتوق للبساطة، ولا يستهويك التفكير في المال، فالمنهج السلبي أو المتحفظ إذن هو الأنسب بالنسبة لك. (ويستهوي بعض الناس الجمع بين المنهجين، فتراهم يكونون محافظ استثمار يغلب عليها الطابع النشط وإن تضمنت جزءًا متحفظًا أو العكس).

ويتصف كلا المنهجين بالذكاء، وكلاهما سوف يقودك إلى النجاح، ولكن لن يتأتى ذلك إلا إذا عرفت نفسك حق المعرفة؛ بحيث تختار الأسلوب الأنسب بالنسبة لك، والتزم به دومًا خلال فترة ممارستك للاستثمار شريطة أن تتحكم في تكاليفك وعواطفك. إن تمييز "جراهام" ما بين المستثمر السلبي والمستثمر النشط يعد إحدى العبر الأخرى التي تُذكرنا بأن المخاطرة المالية لا تكمن فقط حيث يتوقع أغلبنا أن يجدها في الاقتصاد أو الاستثمار، بل تكمن أيضًا بين خلجات أنفسنا.

شجاع أنت أم جبان؟

ما هي إذن نقطة انطلاق المستثمر المتحفظ؟ إن أول القرارات التي يتحتم اتخاذها وأكثرها أهمية هي تحديد مقدار ما تخصصه من أصولك لكل من الأسهم والسندات والنقد (ولاحظ أن "جراهام" طرح هذا الأمر على مائدة النقاش متعمدًا بعد الفصل الخاص بالتضخم ليسلحك بمعرفة أن التضخم هو ألد الخصام).

مما لا شك فيه أن من أكثر الأشياء إثارة للاهتمام في أسلوب تفكير "جراهام" حول كيفية تقسيم الأصول ما بين الأسهم والسندات، هو عدم ذكره لكلمة "عمر" قط؛ مما يجعل نصيحته تتعارض تمامًا مع الحكمة التقليدية التي تقتضي ضرورة وجود تناسب بين حجم المخاطرة التي يتحتم على الفرد تحملها وبين عمره 75 . ولقد كانت الحكمة التقليدية المتبعة هي قيام المرء بطرح عمره من 100 عام، واستثمار تلك النسبة في الأسهم، ووضع الباقي إما في صورة سندات أو تركه نقدًا. (وبالتالي يخصص المستثمر الذي يصل عمره إلى 28 عامًا 72 % من أمواله للاستثمار في الأسهم، بينما يخصص شيخ في الثمانين من عمره 19 % فحسب من أمواله لاستثمارها في الأسهم). ومثل أي شيء آخر كانت تلك الافتراضات شائعة في أواخر التسعينيات. وبحلول عام 1999 طرح أحد الكتب واسعة الانتشار آنذاك فكرة مفادها أنه إذا كان المرء لم يصل إلى الثلاثين من عمره بعد فعليه تخصيص 95 % من ماله لاستثمارها في الأسهم، بغض النظر عن قدرته على تحمل المخاطرة 76 !

75 لقد أحالنا البحث في موقع جوجل عن كلمة " العمر وتوزيع الأصول " إلى ما يزيد على 30000 مرجع على الإنترنت.

76 انظر كتاب كل من "جيمس جلاسمان"، و " كيفين هاسيت " *Dow 36000 : The New Strategy for Profiting From the Coming Rise in the Stock Market"* (دار نشر تايمز بيزنس، 1999) 250صفحة.

إذا لم تكن قد سمحت لمن اقترح هذا الأسلوب بأن يطرح 100 من معدل ذكائك، فلابد أنك قادر على استشعار وجود خطأ ما هنا. فلماذا يجب أن يحدد عمرك مقدار ما تتحمله من مخاطرة؟ ألن يكون ضربًا من الحماقة أن توجه جدة في التاسعة والثمانين من العمر، تقدر ثروتها بثلاثة ملايين دولار - وياله من معاش هائل - جانبًا كبيرًا من ثروتها نحو السندات. فهي تمتلك بالفعل قدرًا وفيرًا من المال، وأمام أحفادها (وهم الذين ستئول إليهم ثروتها في نهاية المطاف) عقود طويلة من الاستثمار. وعلى الجانب الآخر يعد ضربًا من السفاهة أن يقوم شاب في الخامسة والعشرين من العمر، يدخر لحفل زفافه، ويرغب في سداد مقدم منزله، بوضع كل أمواله في الأسهم. فإن تهاوت السوق هوى معها ولن تكون هناك سندات تعوض خسارته!

وفوق هذا وذاك وبغض النظر عن صغر سنك، قد تحتاج فجأة إلى أن تسترد أموال الأسهم التي دفعتها، بعد أربعين دقيقة وليس بعد أربعين سنة؛ فقد تجد نفسك فجأة وبدون سابق إنذار قد خسرت وظيفتك أو

انفصلت عن زوجتك أو أصابك العجز، أو من يدري أي فاجعة أخرى قد تنزل بك؛ فمفاجآت الغيب لا تعترف بعمر؛ لهذا علينا أن ندخر بعضًا من أصولنا داخل عباءة المال التي لا يأتيها الخطر قط.

وأخيرًا، قد يتراجع الناس عن الاستثمار لتدهور سوق الأسهم. لكن علماء النفس يشيرون إلى أن الإنسان يكاد يفتقر إلى القدرة على التنبؤ بمشاعره تجاه أحداث المستقبل المشحونة عاطفيًا [77] . فعندما ترتفع أسهمك بنسبة 15 أو 20 % سنويًا كما حدث في الثمانينيات والتسعينيات عندئذٍ يصبح من السهل تخيل اقترانك أنت وأسهمك ببعضكما البعض إلى الأبد. ولكن بعد أن تشاهد كل دولار أنفقته يهوي حتى تصبح قيمته لا تتعدى بضعة سنتات قليلة، عندئذٍ يصبح من العسير عدم الهرولة إلى "الملاذ الآمن" للسندات والنقد، وبدلًا من أن يبتاع الناس الأسهم لإبقائها في حوزتهم، ينتهي المطاف بشراء الأسهم بثمن باهظ وبيعها بسعر بخس وحينئذٍ لن يتبقى بين راحتيهم سوى رءوسهم الموجوعة. ونظرًا لأنه قلما يوجد المستثمرون الذين يملكون القدر الكافي من الشجاعة التي تجعلهم يتمسكون بأسهمهم إبان أوقات التدهور، يصر "جراهام" على ضرورة قيام جميع المستثمرين بالاحتفاظ بـ 25 % على الأقل من أصولهم في صورة سندات؛ مما يمنحهم الشجاعة للاحتفاظ بالبقية الباقية من أموالهم في صورة أسهم حتى إن تدهورت قيمتها.

77 نرجو الاطلاع على المقالة الرائعة عن هذه الظاهرة النفسية. انظر مقال "دانيل جيلبرت"، و"تيموثي

ويلسون" فساد الإرادة Miswanting على الموقع التالي :
www.wjh.harvard.edu/~ dtg/
Gilbert-&-Wilson(Miswanting).pdf .

وحتى تلمس بنفسك حجم المخاطرة التي بوسعك تحملها عليك استرجاع مواقف حياتك الأساسية، ومتى قد تعاودك، ومتى قد تتغير، وكيف تؤثر في احتياجك للمال:

- • هل أنت أعزب أم متزوج؟ وكيف يكتسب شريك حياتك رزقه؟
- • هل لديك أطفال أو تخطط لذلك؟ ومتى تشرع في تسديد نفقات تعليمهم؟
- • هل ورثت مالًا، أم هل سينتهي بك المقام مسئولًا عن والدين مسنين وعاجزين؟
- • ما العوامل التي تؤثر سلبًا في مجالك العملي؟ (فقد يؤدي ارتفاع معدلات الفائدة إلى خسارتك لوظيفتك إن كنت موظفًا بمصرف أو شركة إنشاءات. كما قد يؤدي ارتفاع سعر البترول إلى عواقب وخيمة إن كنت موظفًا بشركة كيماويات).
- • وإن كنت تمارس عملًا حرًّا، فما فرص استمرار الأعمال المماثلة لعملك في مزاولة نشاطها؟
- • هل تبغي من استثماراتك دعم دخلك النقدي؟ (تؤدي السندات بصفة عامة هذا الغرض وليس الأسهم).
- • ما حجم الخسارة التي يمكن أن تتحملها استثماراتك على ضوء راتبك ونفقاتك؟

إذا وجدت نفسك، بعد احتساب كل تلك العوامل، قادرًا على تحمل المخاطر الكبرى التي تنطوي عليها ملكية أوسع للأسهم، فأنت تنتمي إلى الفئة التي حدد لها "جراهام" ضرورة تخصيص 25% فقط من استثماراتهم في صورة سندات أو نقد. أما إذا لم تجد في نفسك القدرة على ذلك، فاتبع نصيحة "جراهام "الأخرى التي تقتضي ضرورة تخصيص 75% من استثماراتك للسندات والنقد (راجع صفحة 122، لتتحقق من مقدرتك على زيادة تلك النسبة إلى 100%).

وفور تحديدك لتلك النسب، لا تغيرها إلا إذا تغيرت الظروف المحيطة بك. ولا تقدم على شراء المزيد من الأسهم نظرًا لاتجاه السوق نحو الارتفاع، ولا تقدم على بيعها لعكس ذلك؛ فجوهر منهج "جراهام" إنما هو استبدال النظام بالتخمين والرجم بالغيب. ولحسن الحظ يسعك طبقًا لحساب 401 (K) ، أن تحول حافظتك الاستثمارية لتدار تلقائيًا مدى الحياة. ولنقل مثلًا إنك تشعر بالارتياح إزاء تحمل مخاطرة وضع سبعين بالمائة من أصولك في صورة أسهم، و30% في صورة سندات. فإذا حدث أن ارتفعت سوق الأسهم بمعدل 25% (وبقيت السندات على حالها)، فلديك الآن ما يقرب من 75% من أصولك، أو أقل قليلًا، في صورة أسهم و 25% فقط سندات 78 . فاعمد لزيارة موقع 401
وقم ببيع مقدار (أو اتصل برقم الخدمات المجاني) (K) كافٍ من أسهمك، لتعيد بذلك "موازنة" نسبة الـ 30 -70 %. ويتمثل مفتاح النجاح في هذا الأمر في قيامك بإعادة التوازن للحافظة الاستثمارية على أساس منظم

ومعقول ومتوقع بحيث لا تقوم بعملية البيع بشكل مفرط مما قد يقودك إلى الجنون، أو تتردد كثيرًا في البيع لدرجة تجعلك لا تحقق أيًّا من أهدافك. وإني لأقترح عليك القيام بعملية إعادة موازنة حافظتك الاستثمارية كل ستة أشهر، لا أكثر ولا أقل، في مناسبات يسهل تذكر تاريخها مثل الأعياد الرسمية.

78 من أجل التبسيط يفترض هذا المثال حدوث ارتفاع فوري بهذا القدر في سوق الأسهم.

وتكمن فائدة هذا الإطار الزمني في أنه يدفعك لاتخاذ قراراتك على أساس بسيط وموضوعي، وهو أن تسأل نفسك: هل زادت ملكيتي من هذا الأصل عما تستدعيه خطتي الأصلية؟، وذلك بدلًا من أن تلقي بالافتراضات جزافًا بخصوص اتجاه الفائدة، أو توقع هبوط مؤشر داو جونز. وقد تقوم العديد من صناديق الاستثمار المشتركة في القريب العاجل بتوفير خدمات لعملائها تعيد التوازن إلى حساب 401 (K) لتتحقق بذلك أهدافهم المحددة سلفًا؛ بحيث لا يضطرون لاتخاذ قرار استثماري نشط.

لِمَ لا نضع كل البيض في سلة الأسهم؟

ينصحك "جراهام" بألا تزيد على وضع 75% من أصولك في صورة أسهم أبدًا. ولكن هل تنطبق نصيحته تلك على الناس كلهم؟ الجواب هو لا: فهناك قلة فقط من المستثمرين يعد خيار تكوين حافظة ماليه من 100% من الأسهم ملائمًا بالنسبة لهم. وأنت واحد من هذه القلة إن كنت:

- ادخرت مالًا كافيًا لتعيش به أنت وأسرتك عامًا كاملًا على الأقل.
- تخطط للاستثمار طوال العشرين عامًا القادمة.
- نجوت من سوق المضاربة على الهبوط التي بدأت عام 2000.
- لم تقم ببيع أسهمك خلال هذه السوق التي بدأت عام 2000.
- قمت بشراء المزيد من الأسهم خلال فترة سوق المضاربة التي بدأت عام 2000.
- قرأت الفصل الثامن من كتابنا هذا، وتبنيت خطة التزمت فيها بالتحكم في سلوكك الاستثماري.

وما لم تنجح في اجتياز هذه الاختبارات بمنتهى الصدق والأمانة، فلا حاجة بك لوضع كل أموالك في الأسهم؛ فمن تملكه الذعر خلال السوق الأخيرة للمضاربة على الهبوط سيتملكه الذعر ثانية في المرة القادمة. وسيندم [illegible]

تفاصيل ودقائق استثمار الدخل

واجه مستثمرو السندات في أيام "جراهام"، خيارين أساسيين: أولهما السندات الخاضعة للضريبة أو المعفاة، وثانيهما. السندات طويلة الأجل أو القصيرة. أما اليوم، فهناك اختيار ثالث، وهو السندات أو صناديق الاستثمار في السندات.

السندات الخاضعة للضريبة أم المعفاة منها؟ إذا لم تكن تنتمي لأدنى الشرائح الضريبية 79 ، فعليك بشراء سندات البلديات المعفاة من الضرائب بالإضافة إلى حسابات تقاعدك، وإلا كان مصير معظم الدخل الذي تحصل عليه من السندات هو الوقوع في قبضة رجال مصلحة الضرائب الأمريكية. إن المكان الوحيد لامتلاك السندات الخاضعة للضريبة هو داخل عباءة حساب التقاعد 401 (K) ، أو أي حساب آخر من الحسابات التي تتمتع بالحماية؛ حيث لا ضرائب على الدخل المتحقق منها، ولا مكان لسندات البلديات التي تذهب مميزاتها الضريبية سدى 80 .

79 خلال السنة الضريبية 2003، تضمن الحد الأدنى لشريحة الضرائب الفيدرالية الشخص الأعزب الذي يقل دخله عن 28400 دولار، أو المتزوج (الذي يقدم هو وزوجته إقرارًا ضريبيًا مشتركًا) ويقل دخله عن 47450 دولارًا.

80 ستجد في الخدمات التي يقدمها موقع

www.investinginbonds.com/cgi-bin/calculator.pl، وكـــــذلك مـــوقع www.lebenthal.com/index-infocenter.html. خير عون لك في مقارنة الدخل الذي يتحقق من سندات البلديات بعد احتساب الضرائب والسندات الأخرى الخاضعة للضريبة. ولمعرفة ما إذا كانت سندات البلديات هي الأنسب لك، راجع " فائدة السندات الأخرى المعادلة الخاضعة للضريبة" والتي ستبينها لك مؤشرات الموقعين، ثم قارنها مع الفائدة الحالية لسندات الخزانة من خلال خدمات موقع أو http://money.cnn.com/markets/bondcenter/ أو موقع www.bloomberg.com/markets/C13.html .

فإن زاد عائد سندات الخزانة أعلى من عائد سندات البلديات، فمعنى هذا أن الأخيرة لا تناسبك. وفي كل الأحـــوال عليـــك الانتباه إلى أن سندات البلديات وصناديق السندات يدران دخلًا منخفضًا، وأنهما عرضة للمزيد من تقلبات السعر أكثر من أغلب السندات الخاضعة للضريبة، وأن ضريبة الحد الأدنى البديل التي تفرض على أغلب أفراد الطبقة المتوسطة في الولايات المتحدة كفيلة بإلغاء المميزات التي تتوافر في سندات البلديات.

السندات طويلة الأجل أم قصيرة الأجل؟ تقف السندات وأسعار الفائدة على طرفي نقيض، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة، تدنت أسعار السندات، على الرغم من أن معدل هبوط أسعار السندات قصيرة الأجل يقل كثيرًا عن معدل هبوط السندات طويلة الأجل. من ناحية أخرى، كلما تدنت أسعار الفائدة، ارتفعت أسعار السندات، ولكن

ينبغي ملاحظة تفوق السندات طويلة الأجل على نظيرتها قصيرة الأجل 81 ، ويمكنك اقتسام الفرق ببساطة عن طريق شراء السندات متوسطة الأجل التي يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين خمس وعشر سنوات، والتي لا تتغير سواء بالارتفاع أو الهبوط عند التعرض للتقلبات؛ فخيار السندات متوسطة الأجل هو الخيار الأبسط بالنسبة لأغلب المستثمرين؛ لأنها تعفيه من لعبة تخمين تحركات أسعار الفائدة.

81 للاطلاع على مقدمة ممتازة عن الاستثمار في السندات عليك بزيارة موقع http://flagship.vanguard.com/web/ planret/ AdvicePTIBInvestmentsInvestingInBonds.html#InterestRates. وللاطلاع على تفسير مبسط للاستثمار في السندات عليك بزيارة موقع http://money.cnn.com/pf/101 /lessons/7/. وهناك صورة أخرى من صور الوقاية من المخاطر الناجمة عن أسعار الفائدة، وهي اللجوء "للمحافظ التدريجية (LADDERED PORTFOLIO)"، والتي تشتمل على مزيج من السندات التي تتباين تواريخ استحقاقها.

السندات أم صناديق الاستثمار في السندات؟ حيث إن السندات تباع عامة بسعر 10000 دولار، ولحاجتك لما لا يقل عن 10 سندات بغية توزيع مخاطرة تعرض أي منها للخسارة، فليس من المنطقي شراء السندات الفردية ما لم يكن لديك 100000 دولار لاستثمارها في السندات (تستثنى من ذلك سندات الخزانة الأمريكية التي توفر

سدادها).

إن صناديق الاستثمار في السندات تتيح تنويعًا سهلًا ورخيصًا، إضافة إلى توفير دخل شهري ملائم، يسمح بإعادة استثماره في الصندوق مرة أخرى طبقًا للمعدلات السائدة بدون دفع أية عمولات. ويفضل أغلب المستثمرين صناديق السندات على السندات الفردية (تستثنى من ذلك سندات الخزانة وبعض سندات البلديات). وتوفر الشركات الكبرى مثل فانجارد وفيديليتي، وشواب، و تي روي برايس قائمة متنوعة من صناديق السندات منخفضة التكلفة. 82

82 لمزيد من المعلومات، قم بزيارة موقع www. vanguard.com ، وموقع www.fidelity.com وموقع www.troweprice.com ، و www.schwabcom .

لقد أصبحت خيارات السندات المتاحة أمام المستثمرين لا تعد ولا تحصى؛ لهذا دعونا نقم بتحديث قائمة "جراهام"؛ فاعتبارًا من عام 2003 هبطت أسعار الفائدة لأدنى مستوياتها، مما جعل المستثمرين متعطشين للحصول على العوائد، ولكنَّ هناك طرقًا أخرى يمكن من خلالها زيادة الدخل الناتج من الفائدة دون أن تعرض نفسك إلى المزيد من المخاطرة 83 . ويلخص لك الشكل 4- 1 المزايا والعيوب في هذا السبيل.

83 للحصول على ملخص عن استثمار السندات، قم بزيارة موقع www.aaii.com/promo/20021118/ bonds.shtml

دعونا ننتقل الآن إلى إلقاء نظرة على بعض أنواع استثمارات السندات التي تلبي بعض احتياجاتنا.

النقد ليس بلا قيمة

كيف يمكنك توليد مزيد من الدخل مما تملكه من مال؟ الجواب هو أنه على المستثمر الذكي أن يأخذ في اعتباره ترك شهادات الإيداع المصرفية أو حسابات أسواق المال التي لم تدر له سوى عوائد متدنية للغاية في الآونة الأخيرة والتحول عنها إلى بعض بدائل النقد التالية:

أوراق الخزانة، على ضوء ما تشكله من التزام على حكومة الولايات المتحدة. فإنها لا تنطوي على أية مخاطر فعلية بالنسبة لائتمانها، لذلك بدلًا من العجز عن سداد ديونها، يمكن للحكومة الأمريكية فرض ضرائب أو طبع المزيد من الأموال وقتما تشاء. وتستحق سندات الخزانة بعد 4 أو 13 أو 26 أسبوعًا. ولقصر تاريخ استحقاقها، فإنها لا تتأثر عندما تبخس معدلات الفائدة المرتفعة من أسعار الاستثمارات الأخرى المولدة للدخل، أما سندات الخزانة الأطول أجلًا فتعاني أشد المعاناة عندما ترتفع معدلات الفائدة. وغالبًا ما يتم إعفاء دخل فائدة أوراق الخزانة من الضرائب التي تفرضها الولاية وليس من الضرائب الفيدرالية. وإذا كانت قيمة السندات المتداولة بين الأفراد تقدر بـ 3.7 تريليون دولار، فإن ذلك يعني أن هناك سوقًا رحبة لديون الخزانة؛ مما يجعل عثورك على مشترٍ تبيع له السندات قبل أجل استحقاقها أمرًا سهلًا وميسورًا. ويمكنك شراء

أذون الخزانة أو سندات الخزانة، أو السندات طويلة الأجل من الحكومة مباشرة، وبدون مصاريف سمسرة من موقع www.publicdebt.treas.gov (وللمزيد من المقترحات الخاصة بتوفير الحماية من التضخم، انظر تعليقنا على الفصل الثاني).

الشكل 4-1 عالم السندات الواسع

النوع	تاريخ الاستحقاق	أدنى سعر شراء	مخاطر الإعسار
أذون الخزانة	أقل من عام	1000 م $	مفرطة الانخفاض
أذون الخزانة متوسطة الأجل	من عام إلى 10 أعوام	1000 م $	مفرطة الانخفاض
سندات الخزانة	أكثر من 10 أعوام	1000 م $	مفرطة الانخفاض
سندات التوفير	يصل إلى 30 عامًا	25 م $	مفرطة الانخفاض
شهادات الإيداع	من شهر إلى 5 أعوام	عادة 500 $	منخفضة جدًا بتأمين يصل إلى 100000 دولار
صناديق السوق النقدية	397 يومًا أو أقل	عادة 2500 $	منخفضة جدًا
سندات الرهن العقاري	من عام إلى 30 عامًا	2000 $ 3000 ص $	معتدلة بشكل عام ولكن يمكن أن ترتفع
سندات البلديات	من عام إلى 30 عامًا أو أكثر	5000 م $ 2000 $ 3000 ص $	معتدلة بشكل عام ولكن يمكن أن ترتفع
الأسهم الممتازة	مدة مفتوحة	لا شيء	عالية
سندات ذات عائد مرتفع	من 7 إلى 20 عامًا	2000 $ 3000 ص $	عالية
سندات الأسواق الناشئة	يصل إلى 30 عامًا	2000 $ 3000 ص $	عالية

المصادر: Bankrate. Com ، "بلومبرج "، ليمان براد "، "ميريـــــــل لينشــــــي "، "مورنـــــينج ســــــتار"، www.Savingsbonds.gov .

ملاحظة: الحرف (م) يعني شراء مباشرًا ، الحرف (ص) يعني أن الشراء تم من خلال صندوق استثماري مشترك ويشير مصطلح "سهولة البيع قبل تاريخ الاستحقاق" إلى مدى سهولة بيع السند بسعر عادل قبل تاريخ استحقاقه؛ مما يمنح الصناديق المشتركة فرصة أكبر للبيع اليسير عن السندات الفردية. أما صناديق سوق المال، فترتفع قيمة الضمان الذي يتوافر لها على

المستوى الفيدرالي إلى 100000 دولار إذا بيعت من مصرف عضو في المؤسسة الاتحادية للتأمين على الودائع، وإلا انحصرت ميزتها الوحيدة في التعهد الضمني بعدم خسارتها لقيمتها. ويؤجل سداد ضريبة الدخل الفيدرالية على سندات التوفير لحين استعادتها أو استحقاقها. وتعفى سندات البلديات بصفة عامة من الضريبة التي تفرض في الولاية التي أصدرتها وحدها.

مخاطر ارتفاع معدل الفائدة	سهولة البيع قبل أجل الاستحقاق	هل هي معفاة من معظم ضرائب الدخل؟	هل هي معفاة من ضرائب الدخل الفيدرالية	المقياس	العائد في 31/12/2002
منخفضة جدًّا	عالية	نعم	لا	90 يومًا	1.2
معتدلة	عالية	نعم	لا	5 سنوات	2.7
				10 سنوات	3.8
عالية	عالية	نعم	لا	30 سنة	4.8
منخفضة جدًّا	منخفضة	نعم	لا	مجموعة سندات EE التي تم شراؤها بعد مايو 1995	4.2
منخفضة	منخفضة	لا	لا	المؤشر القومي لمدة عام	1.5
منخفضة	عالية	لا	لا	مؤشر سوق الأموال الخاضعة للضريبة	0.8
معتدلة إلى مرتفعة	معتدلة إلى منخفضة	لا	لا	مؤشر "ليمان براذرز "للأوراق المالية بضمان الرهن العقاري	4.6
معتدلة إلى مرتفعة	معتدلة إلى منخفضة	لا	نعم	المؤشر القومي لصناديق الاستثمار طويلة الأجل	4.3
عالية	معتدلة إلى منخفضة	لا	لا	لا شيء	شديد التغير
معتدلة	منخفضة	لا	لا	مؤشر "ميريل لينش "لسندات العائد المرتفع	11.9
معتدلة	منخفضة	لا	لا	مؤشر صندوق سندات الأسواق الناشئة	8.8

سندات التوفير : على النقيض من سندات الخزانة، لا يمكن تسويق سندات التوفير، فليس بإمكانك بيعها لمستثمر آخر، كما ستخسر فوائد ثلاثة أشهر إن عمدت إلى استرداد قيمتها قبل مرور خمس سنوات على إصدارها. وطبقًا لهذا، تعد هذه السندات في الأساس نوعًا من المال المدخر، والمراد منه سد احتياجات مستقبلية، كشراء هدية لمناسبة دينية لا يزال أمامها سنوات، أو دفعة مالية تضعها في البنك من أجل

صغيرك لتلحقه فيما بعد بجامعة "هارفارد". ويعد سعر هـذه السـندات متـدنيًا للغايـة؛ حـيث لا يزيـد علـى 25دولارًا، مما يجعـل منها هـدية مثاليـة للأحفاد. أما بالنسبة للمستثمرين الذين بمقدورهم تخصيص مبلغ من المال دون أن تمسه أيديهم لسنوات، فإن السندات تعد من الفئة I ، والتي تدر حاليًا عائدًا يقدر بـ 4 % تكون خيـارًا مناسـبًا لـهم. ويمكنـك زيـارة مـوقع www. savingsbonds.gov لمزيد من المعلومات.

تجاوز حدود الحكومة الأمريكية

سندات الرهن العقاري. وهي سندات تصدرها الوكالات العقارية التي تنتشر بطول البلاد وعرضها، مثل الاتحاد الفيـدرالي الوطنـي للرهن العقاري أو الاتحـاد الوطنـي الحكومي للرهن العقاري. إلا أنها لا تتمتع بدعم وزارة الخزانة الأمريكية، ولذلك يعد العائد الكبير الذي توفره بمثابة انعكاس للمخـاطرة التـي تنطـوي عليها. ويـهبط أداء سـندات الـرهن العقـاري بصـفة عامـة عند هبوط أسعار الفائدة، والعكس صحيح (لكن لا ينطبق ذلك على السندات طويلة الأجل؛ إذ يتعادل تأثير تقلباتها ويؤتي متوسـط العائد المرتفع أكله فـي نهاية الأمـر). ويمكن الحصـول علـى سـندات الـرهن العقـاري الجيـدة مـن فـانجارد وفيـديلتي وبـيمكو. ولكـن إن حـاول أحـد السماسرة أن يبيع لك سند رهن عقاري فرديًا أو صكًا عقاريًا مضمونًا، فعليك الانصراف عنه وعدم الاستجابة له.

الاستثمارات ذات العائد السنوي. تمكنك هذه

الاستثمارات التي تشبه وثيقة التأمين، من إرجاء سداد الضرائب الحالية والحصول على دخل منتظم بعد التقاعد. وتتيح الاستثمارات الثابتة عائدًا ثابتًا، بينما تتيح الاستثمارات المتغيرة عائدًا غير ثابت. ويحتاج المستثمر المتحفظ إلى وقاية نفسه من وكالات التأمين المزعجة والسماسرة والمخططين الماليين الذين يبيعونها بأسعار فلكية؛ ففي كثير من الأحيان تفوق نفقات حيازتها بما فيها "تكلفة التخلي" والتي تحسم في حالة الاسترداد المبكر ميزاتها؛ فالجيد منها يكون على الدوام هدفًا للشراء، لا البيع والتخلص منه، فإن حدث أن وجدت أنها تعود على البائع بعمولة ضخمة، عندئذ تتزايد احتمالات تضاؤل العوائد التي يحصل عليها المشتري، فلا تفكر إلا في تلك التي يسعك شراؤها مباشرة من المصدر، وبالحد الأدنى من التكاليف، كتلك التي توفرها الإمراتس و TIAA-CREF، وفانجارد 84 .

84 بصورة عامة، لا تحظى السندات ذات العائد المتغير بقبول من يقل سنه عن 50 عامًا والذي يتوقع خضوعه لشريحة ضريبية عالية في أثناء تقاعده، أو من لم يشارك في حساب (K 401) أو حسابات التقاعد الفردية. وقد تغير السندات ذات العائد السنوي الثابت (باستثناء ملحوظ لتلك التي تصدرها TIAA-CREF)) من معدلاتها المضمونة، وقيامك بتكاليف استرداد باهظة. انظر مقالات "والتر آبديجريف "الشيقة تحت عنوان "دخل مدى الحياة " Income for Life مجلة "

عدد يوليو 2002، الصفحات 69، 89، "ودليل" *Money*

مشتري السندات ذات العائد السنوي" Annuity Buyer's

بنفس المجلة عدد نوفمبر 2002، الصفحات" " Guide 104 110.

الأسهم الممتازة: تعد أسوأ ما في عالم الاستثمار؛ فهي أقل ضمانًا عن السندات لما لها من حق ثانوي في أصول الشركة إن تعرضت للإفلاس. كما تتيح ربحًا أقل مما توفره الأسهم العادية؛ حيث لا تقدم الشركات على إصدار هذه الأسهم الممتازة إلا عندما تتدنى أسعار الفائدة، أو تتزايد معدلات اقتراضها. وعلى النقيض من مدفوعات الفوائد على أغلب سنداتها، ليس في استطاعة أية شركة مصدرة لتلك الأسهم خصم مبالغ التوزيعات مما عليها سداده من ضرائب الشركات. ولهذا اسأل نفسك: إذا كانت أوضاع تلك الشركة جيدة بما يكفي لأضع فيها استثماراتي، فلِمَ تضطر إذن لسداد عائد ضخم على أسهمها الممتازة بدلًا من إصدار سندات تقتطع بها من التزاماتها الضريبية؟ والإجابة الصحيحة عن هذا السؤال هي أن أوضاع تلك الشركة ليست بخير، وأن سنداتها لا تلقى القبول في السوق؛ لذلك عليك التعامل مع أسهمها الممتازة تلك كما تتعامل مع السمك المتعفن.

الأسهم العادية: وجدت عند زيارتي لموقع فرز الأسهم http ://screen. yahoo.com/stocks.html في أوائل عام 2003، أن 115 سهمًا من الأسهم المدرجة في مؤشر إس آند بي قد ولدت أرباحًا بلغت 3 % أو أكثر. ولكن ما من مستثمر ذكي، بغض النظر عن تلهفه على تحقيق الربح، يقدر على شراء سهم طمعًا في توزيعات أرباحه وحدها. فلابد من التيقن من استقرار أعمال الشركة

المصدرة له، كما لابد أن يكون سعر السهم منطقيًا على ضوء هذا كله. ولكن والفضل في ذلك يرجع إلى سوق المضاربة على الهبوط التي بدأت عام 2000 هناك بعض الأسهم التي فاقت أرباحها عوائد سندات الخزانة؛ ولذا ينبغي حتى على أكثر المستثمرين المتحفظين، أن يدرك أن إضافة بعض الأسهم المنتقاة لمحفظة استثمارية مكونة من السندات وحدها، أو تغلب السندات على مكوناتها، يمكنه أن يزيد الدخل المتولد عن تلك المحفظة، بل يرفع أيضًا من عائدها المحتمل 85 .

85 لمزيد من المعلومات حول دور توزيعات الأرباح في المحافظ الاستثمارية، انظر الفصل 19.

الفصل 5

المستثمر المتحفظ والأسهم العادية

المميزات الاستثمارية للأسهم العادية

في أثناء صدور الطبعة الأولى من الكتاب (عام 1949) اتضح لنا أنه ينبغي علينا أن نتناول بالتفصيل تخصيص جانب كبير من أية حافظة استثمارية للأسهم العادية 86 ؛ فلقد كان ينظر إلى الأسهم العادية على أنها تنطوي على قدر كبير من المخاطرة، ومن ثم تفتقر لعامل الأمان. ورغم تدني أسعارها عما كانت عليه في عام 1949، فإن أسعارها المعقولة لم تجتذب المستثمرين، بل كان لهذا التدني أثر مناقض تمامًا تمثل في إضعاف ثقة الناس بها. ولقد علقنا على هذا الوضع المعكوس الذي استمر طوال الأعوام العشرين التالية إلى أن أدى ارتفاع أسعارها إلى جعلها تبدو استثمارًا آمنًا ومربحًا للغاية لدرجة قد تنطوي على قدر هائل من المخاطرة 87 .

86 في بداية عام 1949 كان متوسط الربح السنوي للأسهم طوال السنوات العشرين السابقة هو 3.1 % مقابل عائد سندات الخزانة طويلة الأجل الذي يبلغ 3.9 % مما يعني أن مبلغًا قدره 10.000دولار جرى استثماره في الأسهم العادية، سيتضاعف ليبلغ 18.415دولار خلال هذه الفترة، مقابل 21.494 دولار إذا تم استثماره في السندات. ولقد اتضح أن عام 1949 هو بداية العصر الذهبي لشراء الأسهم، فخلال العقد اللاحق على هذا

التاريخ، حقق مؤشر "ستاندرد آند بورز 500 " متوسط ربح بلغ 20.1% سنويًا، وهي أفضل عوائد طويلة الأجل تحققت في تاريخ سوق الأسهم الأمريكية.

87 انظر التعليقات الأولى لـ " جراهام" حول هذا الأمر. تخيل فقط ما كان ليظنه بسوق الأسهم أواخر التسعينيات، حين كان كل ارتفاع قياسي في السعر يحتسب " كدليل" إضافي على أن الأسهم تعد أكثر الوسائل أمنًا لتحصيل الثروة!

ولقد استندت الحجج التي أشرنا إليها في تعليقنا على الأسهم العادية عام 1949 إلى نقطتين جوهريتين: أولاهما أنها وفرت أقصى درجات الحماية ضد تآكل قيمتها الدولارية بسبب التضخم، بينما افتقرت السندات لتلك الحماية. وثانيتهما تمثلت ميزة الأسهم العادية في ارتفاع متوسط عائدها بمرور الوقت. ويعزى السبب في ذلك إلى تحقيق متوسط دخل من التوزيعات يفوق عائد السندات الجيدة، إلى جانب تزايد القيمة السوقية بمرور الزمن بسبب إعادة استثمار الأرباح غير الموزعة.

وعلى الرغم من الأهمية القصوى لهاتين الميزتين اللتين جعلتا سجل الأسهم العادية أنصع من نظيره الخاص بالسندات على المدى البعيد فيما مضى إلا أننا حذرنا مرارًا وتكرارًا من أن المستثمر قد يخسرهما إن ابتاع أسهمه بثمن باهظ. وهذا ما حدث تمامًا في عام 1929، واستغرقت السوق خمسة وعشرين عامًا حتى تعود من حافة الهاوية التي سقطت فيها خلال السنوات من عام 1929 إلى عام 1932 88 ، ومنذ عام 1957 فقدت

الأسهم العادية، نظرًا لارتفاع سعرها، ميزتها التقليدية المتمثلة في ارتفاع عائد توزيعات أرباحها عن أسعار فائدة السندات 89 . وسوف تثبت الأيام ما إذا كان عامل التضخم وعامل النمو الاقتصادي سوف يعوضان في المستقبل هذا التطور غير المواتي أم لا.

88 لقد بلغ متوسط سعر الإغلاق لـ " داو جونز " في الثالث من سبتمبر عام 1929 ارتفاعًا قياسيًا هو 381.17 نقطة. ولم يرتفع سعر إغلاقه عن سعر الإغلاق ذاك إلا بحلول الثالث والعشرين من نوفمبر عام 1954، أي بعد مرور ما يقرب من ربع قرن، وأغلق يومها عند 382.74 (والآن أنت عندما تقول إنك تنوي امتلاك أسهم لأجل طويل، هل تدرك يقينًا كم سيطول هذا الأجل؟ وهل تدرك أن العديد من المستثمرين الذين ابتاعوا أسهمًا في 1929 لم يمتد بهم العمر ليبلغوا سنة 1954؟) ومع ذلك، فبالنسبة للمستثمر الصبور الذي أعاد استثمار دخله، فإن عوائد الأسهم كانت إيجابية طوال تلك الفترة التي بدونها كانت ستبدو كئيبة، ويرجع ذلك ببساطة إلى أن متوسط عوائد التوزيعات كان يربو على 5.6% سنويًا. وطبقًا لتحليل الأساتذة : "إيلروي ديمسون"، و "بول مارش"، و " مايك ستانتون" في قسم إدارة الأعمال بجامعة لندن، إذا استثمرتَ ما قيمته دولار واحد في الأسهم الأمريكية في عام 1900 وظللت تنفق كل توزيعات المبلغ، لبلغت قيمة حافظتك الاستثمارية في عام 2000 ما قيمته 198 دولارًا، ولكن إذا أعدت استثمار جميع التوزيعات ولم تنفق منها شيئًا، فستبلغ قيمة حافظتك 16797 دولارًا، وبعيدًا عن كونها فكرة لا

تتبادر إلى الذهن منذ الوهلة الأولى، فإن التوزيعات تشكل قوة الدفع وراء الاستثمار في الأسهم.

89 لماذا تؤثر الأسعار المرتفعة للأسهم في توزيعات الأرباح؟ الجواب: لأن عائد السهم هو عبارة عن نسبة توزيع النقد إلى سعر سهم واحد من الأسهم العادية. فإذا كانت شركة ما توزع عائدًا سنويًا مقداره دولاران بينما يبلغ سعر السهم 100 دولار، فمعنى هذا أن ربح السهم هو 2 % من قيمته. ولكن إذا ما تضاعف سعر السهم بينما بقي العائد ثابتًا، فسيتدنى معدل ربح السهم إلى 1%. وفي عام 1959، وبعد أن أضحى الاتجاه الذي لاحظه "جراهام" قبل ذلك بعامين واضحًا للجميع، صرح العالمون ببواطن السوق وأحواله بأنه ليس من المحتمل أن يستمر. فلم يسبق أن تدنت أرباح الأسهم عن عائدات السندات، وعلى أية حال إذا كانت الأسهم أشد خطورة من السندات، فلِمَ قد يقدم المرء على شرائها إذا لم تدر دخلًا إضافيًا عن طريق توزيعاتها لتعويض مخاطرها الهائلة؟ ولقد صرح الخبراء بأن أرباح السندات سوف تفوق عائد الأسهم لبضعة أشهر على أقصى الحدود، ثم سرعان ما ستعود الأمور لنصابها الطبيعي. ولكن لم ترجع الأمور إلى نصابها طوال أربعة عقود متتالية؛ حيث كانت (ولا تزال) أرباح الأسهم أقل من عائدات السندات.

ولابد أن يدرك القارئ أننا لا نشعر بالحماسة للأسهم العادية بصفة عامة وهي عند مستوى900 نقطة لمؤشر داو جونز في أواخر عام 1971. ولأسباب سبق أن ذكرناها نرى أن "المستثمر المتحفظ لا يستطيع

الاستغناء عن وجود نسبة جيدة من الأسهم العادية في حافظته الاستثمارية حتى لو نظر إليها على أنها أهون الشرين، أما الشر الأكبر فيتمثل في المخاطر الناجمة عن حيازة السندات وحدها.

القواعد الخاصة بعنصر الأسهم العادية

ينبغي أن يكون انتقاء المستثمر المتحفظ لأسهمه العادية أمرًا بسيطًا. ونحن نقترح عليه هنا أربع قواعد عليه اتباعها في هذا الصدد:

1. لابد من وجود قدر كافٍ من التنويع بدون مبالغة أو تهوين؛ مما قد يعني وجود عشرة أنواع من الأوراق المالية كحد أدنى، وثلاثين نوعًا كحد أقصى 90 .

90 للاطلاع على وجهة نظر أخرى بخصوص التنويع، انظر التعليقات على الفصل الرابع عشر.

2. لابد من انتقاء أسهم الشركات الكبرى البارزة التي تتميز بمتانة مركزها التمويلي. وعلى الرغم من أن تلك الصفات تتسم بعدم التحديد، فإن مدلولها واضح ومنطقي، وسوف نضيف بعض الملاحظات الخاصة بهذا الشأن في نهاية هذا الفصل.

3. يجب أن يكون لكل شركة من هذه الشركات باع طويل في دفع مبالغ التوزيعات. (وقد استوفت إصدارات مؤشر داو جونز الصناعي هذا الشرط في عام 1971). ولنكون محددين بهذا الشأن، نقترح أن يبدأ شرط سريان التوزيع المستمر للأرباح منذ عام 1950 على الأقل [illegible] .

91 قد يصر المستثمر المتحفظ اليوم على أن يرجع تاريخ توزيعات الأسهم المستمرة إلى عشر سنوات (وهو ما يؤدي إلى استبعاد عضو واحد من أعضاء مؤشر داو جونز، وهو شركة مايكروسوفت، وسيترك 317 سهمًا على الأقل من أسهم مؤشر إس آند بي 500 لينتقي من بينها ما يشاء). بل لن يمثل الإصرار على أن يمتد تاريخ التوزيعات المستمرة دون انقطاع طوال عشرين عامًا أي شطط في فرض الشروط؛ فطبقًا لـ مورجان ستانلي، تستوفي 255 شركة من شركات مؤشر إس آند بي 500 هذا المعيار اعتبارًا من نهاية عام 2002.

4. يجب أن يضع المستثمر حدًّا للسعر الذي سوف يدفعه مقابل شراء الورقة المالية، وذلك على ضوء متوسط الأرباح خلال سبعة أعوام على الأقل؛ لذلك نعتقد أنه من الملائم أن يكون السعر مساويًا لضعف متوسط الأرباح بـ 25 مرة، على ألا يتجاوز ضعف قيمة أرباحها التي تحققت خلال السنة الماضية بـ 20 مرة. لكن هذا الشرط قد يستبعد أغلب الشركات الرائجة القوية من الحافظة الاستثمارية، كما سيلغي تمامًا خيار "أسهم النمو" التي ظلت تمثل الخيار الأفضل لكل من المضاربين ومؤسسات الاستثمار طوال سنوات مضت، ولابد لنا من توضيح الأسباب التي دعتنا إلى مثل ذلك الاستبعاد المتطرف.

المستثمر المتحفظ والأسهم ذات القيمة المتنامية

يشير مصطلح الأسهم ذات القيمة المتنامية أو "أسهم النمو" إلى الأسهم التي زادت أرباحها عن متوسط مكاسب الأسهم العادية في الماضي، ويتوقع لها أن تستمر في المستقبل. (تشير بعض السلطات إلى أن الأسهم متنامية القيمة هي التي يتوقع لها أن تتضاعف أرباحها في ظرف عشر سنوات، أي التي تتزايد بمعدل متراكم يبلغ 7.1% سنويًّا) 92 ، ومما لا شك فيه أن مثل هذا النوع من الأسهم له جاذبيته من حيث الشراء والحيازة شريطة ألا تكون هناك مبالغة في سعر شرائها. ولكن هذا هو موطن الداء؛ فقد ظلت أسعارها مرتفعة لفترة طويلة من الزمن، إذا ما قورنت بأرباحها الحالية وبأسعار تبلغ أضعافًا مضاعفة لمتوسط أرباحها؛ مما أضاف عنصر مضاربة له ثقله الهائل إلى صورة الأسهم متنامية القيمة وجعل المعاملات الناجحة التي تتم في هذا المجال بعيدة تمام البعد عن اليسر والسهولة.

92 إن "قاعدة الـ 72 " هي أداة ذهنية بالغة اليسر ولها فائدة كبيرة؛ فلكي تحسب الفترة التي يستغرقها أي مبلغ من المال لكي يتضاعف، كل ما عليك فعله هو أن تقسم معدل النمو المفترض على 72، فإذا كان معدل النمو يبلغ 6% على سبيل المثال، فإن المبلغ سوف يتضاعف خلال 12 سنة (72 مقسومة على 6 = 12) وإذا كان معدل النمو يصل إلى 7.1%، مثل المثال الذي ساقه "جراهام"، فإن سهم النمو سوف تتضاعف أرباحه خلال عشرة أعوام (72 / 7.1 =10.1 عام).

لقد ظل السهم البارز بين تلك الأسهم متنامية القيمة هو سهم شركة إنترناشيونال بيزنس ماشين "الذي ظل يدر

أرباحًا استثنائية لكل من اشتراه وتشبث به لسنوات في حوزته. ولكننا أوضحنا سابقًا أن هذه "الفئة الممتازة" من فئات الأسهم العادية، قد خسرت بالفعل 50% من قيمتها السوقية خلال ستة أشهر من انهيار السوق بين عامي 1961 و 1962، ولم تتغير تلك النسبة تقريبًا ما بين عامي 1969 و 1970. ولقد تعرضت الأسهم متنامية القيمة الأخرى للمزيد من الظروف المعاكسة، فلم تقتصر خسارتها في بعض الحالات على تدهور أسعارها فقط، وإنما تعداها ليطول أرباحها كذلك، وهكذا تضاعفت خسارة أصحابها. أما المثال الثاني الذي نسوقه تأييدًا لوجهة نظرنا، فهو مثال شركة تكساس إنسترومنتس، والتي ارتفعت قيمة أسهمها خلال خمس سنوات من 5 إلى 256 بدون دفع توزيعات، بينما ارتفعت أرباحها من 40 سنتًا إلى 3.91 دولار للسهم. (ولاحظ أن السعر قد زاد بخمسة أضعاف السرعة التي تتضاعف بها الأرباح، وهذه هي إحدى خصائص الأسهم العادية الرائجة). ولكن انخفضت الأرباح بعدها بعامين بنسبة 50 % تقريبًا، كما تدهور سعر السهم لأربعة أخماس سعره السابق، أي ليصل إلى 49 دولارًا 93 .

93 وللتدليل على أن ملاحظات "جراهام" دائمًا ما تكون صحيحة، يمكننا أن نستبدل بشركة آي بي إم، مايكروسوفت، ونضع سيسكو محل تكساس إنسترومنتس. لكننا سنجد، وبعد مرور ثلاثين عامًا أن النتائج لم يطرأ عليها تغير يذكر؛ فقد هبطت أسهم مايكروسوفت بنسبة 55.7% فيما بين عامي 2000 و 2002، كما خسر سهم سيسكو، والذي تضاعفت قيمته

خمسين مرة خلال الأعوام الستة السابقة، 76% من قيمته خلال الفترة نفسها. وكما كانت الحال مع تيكساس إنسترومنتس، فاق تدهور سعر السهم انخفاض أرباحه؛ إذ وصل إلى 39.2% من سعره السابق (قارن متوسط السنوات الثلاث خلال الفترة ما بين عامي 1997 و 1999، مع المتوسط الذي ساد بين عامي 2000 و 2002). وكالعادة ما طار طير وارتفع، إلا كما طار وقع.

وسيدرك القارئ من هذه الأمثلة، لماذا نرى أن الأسهم متنامية القيمة ورقة مالية شديدة الخطورة وغير مضمونة بالنسبة للمستثمر المتحفظ. ومما لا شك فيه، أن بوسع المرء فعل الأعاجيب إن أصاب كبد الحقيقة فيما يقع عليه اختياره من هذه الأسهم واشتراها بأنسب الأسعار، ثم باعها بعد أن ارتفعت أسعارها بشكل مذهل وقبل أن تصادفه ظروف صعبة وتتدهور. ولكن استحالة نجاح المستثمر العادي في تحقيق ذلك أشبه باستحالة نمو النقود فوق الأشجار. بل نعتقد على النقيض من هذا أن مجموعة من الشركات الضخمة غير ذائعة الصيت، والتي بالتالي يمكن الحصول عليها بمضاعف أرباح 94 معقول يمكنها أن تتيح مجالًا للاختيار السليم، والذي قد لا يبدو مثيرًا لاهتمام العامة. ولسوف نتناول هذه الفكرة بالتفصيل في فصل اختيار المحافظ الاستثمارية.

94 " مضاعف الربح" مرادف لنسب "السعر إلى الأرباح" والذي يقيس مقدار ما لدى المستثمر من استعداد لدفعه من مال مقابل سهم ما على ضوء ربحية النشاط

الأساسي الذي تمارسه الشركة (راجع الحاشية صفحة 84، الفصل الثالث).

تغيير الحافظة الاستثمارية

لقد أصبح أمرًا معتادًا أن يتم فحص قوائم السندات فحصًا دوريًا لمعرفة ما إذا كان بالإمكان تحسين جودتها. ويعتبر هذا بالطبع جزءًا من الخدمات التي يقدمها مستشارو الاستثمار لعملائهم. كما أن لدى جميع شركات السمسرة استعدادًا لتقديم اقتراحاتها بدون تقاضي رسوم خاصة، ولكن في مقابل حصولها على عمولة عن التعاملات التي تقدم بشأنها تلك الاقتراحات. أما بعض شركات السمسرة الأخرى، فتتقاضى مقابلًا لخدماتها الاستثمارية.

من المفترض أن يحصل المستثمر المتحفظ، ولو مرة واحدة كل عام، على نفس نوع المشورة فيما يتعلق بتغيير حافظته، مثلما سعى للحصول عليها، عندما كون حافظته لأول مرة؛ وحيث إنه يفتقر إلى الخبرة التي يمكنه الاعتماد عليها، عليه إذن ألا يسلم نفسه إلا للشركات جيدة السمعة، وإلا سقط فريسة سهلة بين أيدي غير خبيرة ولا متمرسة. ومن الضروري على أية حال، أن يبين لمستشاره رغبته في الالتزام المطلق بالقواعد الأربع الخاصة بانتقاء الأسهم العادية، والتي أوردناها في موضع سابق بهذا الفصل. فلو أن حافظته الاستثمارية تم اختيارها بعناية في المقام الأول، لما احتاج إلى تغييرها باستمرار أو إجراء تغيير هائل فيها

95 أضـحى بوسـع المسـتثمرين الآن وضع نظـام أتوماتيكي يمكنهم من خلاله متابعة جودة ما بحيازتهم؛ وذلك من خلال استخدام "متتبعات الحافظة المالية" علـى مـواقع مثـل : www .quicken.com ومـوقع ومـوقع ، moneycentral.msn.com ، www.morningstar.com و finance.yahoo.com .

ولو عاش "جراهام" ليومنا هذا، لحذر من الاعتماد التام على مثل هذا النظام وحده، ولقال: عليك باستخدام عقلك في إصدار أحكامك إلى جانب استخدامك مثل هذه البرامج.

توسيط التكلفة

لقد بذلت بورصة نيويورك جهودًا حثيثة للترويج "لخطة الشراء الشهرية"، والتي يخصص المستثمر من خلالها المبلغ نفسه من المال شهريًّا، ليشتري به سهمًا عاديًّا أو أكثر. ويعد هذا بمثابة تطبيق لنوع خاص من أنواع "الصيغ الاستثمارية" القائمة على التقيد بقواعد استثمارية محددة والمعروفة باسم توسيط التكلفة؛ ففي أثناء التجربة التي مرت بها السوق حين اجتاحتها موجة من الارتفاع منذ بداية عام 1949، أسفر هذا الإجراء عن تحقيق نتائج مرضية للغاية، خاصة أنه وفَّر الوقاية للممارس ضد تركيز عمليات الشراء في التوقيت الخاطئ.

لقد قدمت "ليوسيل توملينسون" في دراستها الشاملة عن خطط الاستثمار القائمة على التقيد بقواعد استثمارية محددة، تقييمًا لنتائج تطبيق أسلوب

توسيط التكلفة على مجموعة من الأسهم التي تشكل مؤشر داو جونز الصناعي. وقد غطت الاختبارات التي أجرتها الدراسة ثلاثًا وعشرين فترة شراء، امتدت كل منها 10 سنوات، انتهت أولها في عام 1929 وانتهت الأخيرة عام 1952، ولقد أظهر كل اختبار تحقيق ربح إما في نهاية فترة الشراء، أو في غضون خمس سنوات من بدايتها. وكان متوسط الربح الذي تحقق في نهاية فتـرات الشـراء الثـلاث والعشرين هـو 21.5 % دون احتساب توزيعات الأسهم. ولا داعي للقول إنه في بعض الأحيـان كـان يحـدث هبوط حـاد ومؤقت فـي القيمة السـوقية، وقـد ختمت السيدة "توملينسـون" دراستها لـهذه الصـيغة الاسـتثمارية شـديدة البسـاطة بجملـة مـذهلة؛ حـيث قـالت: "لـم يتوصـل أحـد إلـى الآن لأيـة صيغة أخرى للاستثمار يمكن الركون إلى نجاحها بثقة هائلـة، بغـض النظـر عما قد يطرأ على أسعار الأوراق المالية من تغيير مثلما هي الحال مع صيغة توسيط التكلفة".

وقد يعترض البعض على أن توسيط التكلفة، وإن بدا منطقيًا من حيث المبدأ، فإنه يبدو غير واقعي من حيث التطبـيق؛ حـيث لا يتوافـر إلا لقلـة قليلـة مـن الأفـراد المقدرة على تخصيص القدر نفسه من المال ذاته كل عـام، على مدار عشرين عـامًا لاسـتثمارها فـي الأسـهم العادية. ولكن يبدو لي أن ذاك الاعتراض قد خسر الكثير مـن وجاهتـه خـلال السنوات الأخـيرة؛ حـيث زاد تقبـل الأسـهم العاديـة كعنصـر لا غنـى عنـه مـن مكونـات أي برنامج استثمار ادخاري جيد. ولهذا، لن يمثل الشراء

السندات الأمريكية والأسهم العادية الممتازة حلًّا وسطًا يتسق مع تلك الأهداف ومع ما حددناه من مواصفات عامة للمستثمر المتحفظ (ومن الممكن زيادة حصة الأسهم لتصل إلى 75 % إذا كان المستثمر في حالة نفسية تسمح له باتخاذ هذا القرار، وكان بوسعه التيقن من أنه لا يشتري بأسعار مبالغ فيها؛ ومما لا شك فيه أن الوضع لم يكن كذلك في عام 1972).

نحن لا نستبعد أن تكون الأرملة مؤهلة لتكون مستثمرة مغامرة، وفي هذه الحالة سوف تكون أهدافها وأساليبها مختلفة. ولكن الشيء الوحيد الذي يتوجب على الأرملة الامتناع عنه هو السعي وراء المضاربة بغية جني "المزيد من الدخل"، ونقصد بذلك محاولة جني الربح أو تحقيق دخل مرتفع بدون توافر الأدوات الضرورية التي تضمن تحقيق النجاح التام، لذلك قد يكون من الأفضل لها سحب 200 دولار سنويًّا من أصل المبلغ لتلبية مطالب الحياة بدلًا من المخاطرة بخسارة نصف قيمة المبلغ في مضاربات لا تتوافر لها مقومات النجاح.

وعلى الرغم من أن الطبيب الذي يحيا في رغد من العيش لا يعاني أيًّا من الضغوط أو الالتزامات الملقاة على كاهل الأرملة، فإننا نعتقد أن خياراته لا تختلف كثيرًا عن خياراتها. فهل لديه رغبة حقيقية في الاستثمار الجاد؟ فإذا كان يعوزه الحماس أو الإقدام، فمن الأفضل له لعب دور المستثمر المتحفظ. ولهذا لن يختلف تقسيم حافظته الاستثمارية عن حافظة الأرملة التقليدية سالفة الذكر، ولهذا سيلجأ للخيار نفسه من تثبيت حصة الأسهم. أما "المدخرات السنوية، فعليه أن

الدخل الذي سيجنيه من الاستثمار يقل أهمية عن راتبه. وما من ضير في ذلك؛ فهناك ميزة عظيمة تتوافر للرأسمالي الشاب، إن استهل حياته بمحاولة اكتساب المعرفة المالية والخبرة باكرًا. فإن أراد أن يكون مستثمرًا مقدامًا، فعليه التيقن من أنه سيرتكب الأخطاء وسيتعرض لبعض الخسائر. فللشباب قدرة على تحمل هذه العثرات والاستفادة منها. وإننا لنحث من يقدم منهم على الاستثمار في الأوراق المالية ألا يضيع جهوده وماله في المضاربة. وليشرع في دراسة قيمة الأوراق المالية، وليتحقق من صدق أحكامه على أسعار هذه الأوراق مقارنة بقيمتها بأقل قدر ممكن من المال.

ولهذا سنشير مجددًا إلى المبدأ الذي ذكرناه في مستهل حديثنا، ألا وهو أن نوع الأوراق المالية ومعدل العائد لا يعتمد على الموارد المالية للمستثمر، وإنما يعتمد على ما لديه من معرفة وخبرة ومزاج شخصي.

ملحوظة عن مفهوم "المخاطرة"

جرت العادة على اعتبار السندات الجيدة أقل خطورة من الأسهم الممتازة، وعلى اعتبار الأسهم الأخيرة بدورها أدنى مخاطرة من الأسهم العادية؛ مما أدى إلى إصدار أحكام مسبقة لم تكن في صالح الأسهم العادية؛ إذ إنها ليست "آمنة"، وهو ما أظهره الاستطلاع الذي أجراه مجلس بنك الاحتياطي الفيدرالي في عام 1948. وإنه لمن الواجب علينا أن نشير إلى أن لكلمتي "مخاطرة" و "آمنة" معنيين مختلفين بالنسبة للأوراق المالية، وهو ما يؤدي إلى حدوث الخلط في التفكير.

فمما لا شك فيه أن السندات تضحى خطيرة إن لم تأت بعوائد أو لم تأت بالدفعات المالية للمبلغ الأصلي. وكذلك الأمر نفسه مع الأسهم الممتازة، بل الأسهم العادية أيضًا. فإذا تم شراء السهم وكان متوقعًا منه توليد ربح مستمر، وهبط هذا الربح أو توقف، فعندئذٍ تصير الأسهم استثمارًا خطيرًا. كما أن الاستثمار يصير محفوفًا بالمخاطر إذا زادت احتمالات قيام مالكه ببيعة بسعر يقل عن سعر تكلفته.

ومع هذا، فإن فكرة المخاطرة تمتد لتشمل أي هبوط محتمل في سعر ورقة مالية، حتى لو كان هذا الهبوط دوريًّا بطبيعته ومؤقتًا، وحتى لو لم يُضطر المستثمر لبيعها في هذا التوقيت. إن جميع الأوراق المالية عرضة لهذه التقلبات فيما عدا سندات التوفير الأمريكية وخصوصًا تلك التي تمثل استثمارات طويلة الأجل. ولكننا لا نعتقد أن هناك مخاطرة بالمعنى الحقيقي للمصطلح. إن الشخص الذي له رهن عقاري بأحد المباني يتعرض لخسارة فادحة إذا ما اضُطر لبيعه في وقت غير مناسب. لكننا لا نضع هذا العنصر في الحسبان عند الحكم على مدى خطورة أو أمان الرهن العقاري العادي، وإنما المعيار الأوحد الذي ننظر له بعين الاعتبار هو ضمان سداد دفعات الرهن بانتظام. وبالأسلوب نفسه يتم قياس مخاطرة النشاط التجاري العادي بناءً على احتمالات خسارة المال، وليس باحتمال ما قد يحدث إذا اضطر صاحبها لبيعها.

وسوف نعرض في الفصل الثامن المبدأ القائل إن المستثمر الحق لا يخسر المال لمجرد أن السعر السوقي

لما في حوزته من استثمارات قد تدهور؛ لذلك، فإن حقيقة أن تدهور الأسعار قد يحدث بالفعل لا تعني أن المستثمر قد صار عرضة لتكبد خسائر فعلية، فإذا حققت مجموعة من استثمارات الأسهم العادية التي تم اختيارها بعناية عائدًا مرضيًا يتم قياسه من خلال عدد مناسب من السنين عندئذٍ يصبح هذا الاستثمار الجماعي "آمنًا" ولا ينفي هذا أن تكون قيمته السوقية عرضة للتقلبات، ولا أن يسود لبرهة احتمال بيعها بسعر أقل من سعر التكلفة. فإن كان ذلك يجعل الاستثمار "محفوفًا بالمخاطر"، فعندئذٍ يجب أن ندعوه بالاستثمار الآمن والخطير في آن واحد. ويمكن تلافي هذا الخلط، إذا تم تطبيق مفهوم المخاطرة على خسارة القيمة وحدها، التي تنجم إما من البيع الفعلي للورقة المالية، أو من تدهور مركز الشركة، أو من المبالغة في سعر الورقة المالية بالمقارنة بقيمتها الحقيقية.

إن العديد من الأسهم العادية تنطوي على مخاطرة حدوث مثل هذا التدهور. لكننا نرى أن الاستثمار الجماعي في الأسهم العادية الذي تم اختياره بعناية فائقة يجنب صاحبه التعرض لخسائر فادحة من هذا النوع؛ لهذا لا ينبغي أن ننعتها بالاستثمارات التي "تنطوي على المخاطرة" لمجرد توافر عنصر تقلب الأسعار فيها. لكن هذه المخاطرة تضحى حقيقة واقعة إذا ما تمت المبالغة في تقدير سعر هذه الأسهم، حتى إن تلا ذلك هبوط حاد في أسعار السوق يستمر عدة سنوات.

ملاحظة على فئة "الشركات الكبرى والبارزة

التي يتسم تمويلها بالتحفظ"

لقد سبق أن أشرنا إلى هذه العبارة المستخدمة في العنوان في بداية هذا الفصل لنصف من خلالها فئة الأسهم العادية التي يجب أن تقتصر عليها حافظة المستثمر المتحفظ، شريطة أن تكون قد حققت توزيعات أرباح متصلة لعدة سنوات. ولكن المعيار القائم على الصفات دائمًا ما يكتنفه الغموض، فأين تكون الحدود الفاصلة بالنسبة للحجم والمكانة البارزة والهيكل المالي الذي يغلب عليه طابع التحفظ؟ وفيما يتعلق بالنقطة الأخيرة يمكننا أن نقترح معيارًا محددًا وإن كان اعتباطيًّا نوعًا ما إلا أنه مقبول ولا يمثل تجاوزًا. ولا يتصف تمويل شركة صناعية بالتحفظ ما لم تمثل الأسهم العادية (بقيمتها الدفترية)، نصف رأس مالها على الأقل، مع احتساب الديون المصرفية كافة. وتتدنى هذه النسبة إلى 30 % إن كانت الشركة تعمل في مجال السكك الحديدية أو المرافق العامة.

أما كلمتا "شهيرة" و"كبرى"، فتحملان إشارة لضخامة الأعمال مقرونةً بالمركز البارز في الصناعة. وهي الشركات التي يطلق على أسهمها اسم "أسهم رئيسية"، أما ما سواها من أسهم عادية، فيطلق عليها "أسهم ثانوية"، باستثناء الأسهم متنامية القيمة التي تحتل فئة منفصلة وضعها فيها الذين يشترونها على أنها كذلك. ولنكون واقعيين، دعونا نُشِرْ إلى أنه لكي يُطلق على شركة لفظ شركة "كبرى" ينبغي أن تصل قيمة أصولها إلى 50 مليون دولار، أو أن يصل حجم أعمالها إلى 50 مليون دولار [7]. ولكي تعد الشركة "شهيرة" لابد أن

تصنف ضمن شركات الربع الأول أو ضمن شركات الثلث الأول من حيث أكبرها حجمًا من جدول تصنيف الشركات الصناعية.

97 لكي تعد شركة ما إحدى الشركات الكبرى في الوقت الحاضر يجب ألا يقل إجمالي قيمة أسهمها (رأسمالها السوقي) عن عشرة مليارات دولار. وقد حدد موقع http://screen.yahoo.com/stocks.html، من ثلاثمائة من هذه الأسهم في بداية عام 2003، ليختار المستثمر من بينها كما يشاء.

لكن من الحماقة الإصرار الدائم على مثل هذا المعايير الاعتباطية، فما هي إلا مجرد خطوط إرشادية لمن يبحث عن الهداية والإرشاد. وأية قاعدة يضعها المستثمر لنفسه لا تشكل انتهاكًا لمعاني كلمة "كبرى" و "شهيرة"، تعد قاعدة مقبولة. ومن طبائع الأشياء أن تكون بعض هذه الشركات ملائمة وبعضها غير ملائمة للمستثمر المتحفظ. وليس ثمة ضرر في تباين وجهات النظر والتوجهات. بل إن لذلك التنوع أثرًا صحيًّا في أوضاع سوق الأسهم؛ حيث يسمح بوجود تباين أو انتقال تدريجي بين فئات إصدارات الأسهم الرئيسية والثانوية.

تعليقات على الفصل الخامس

إن السعادة والهناء ليس سببهما الحظ الطيب الذي قلما يتاح لك بقدر ما يعود سببهما إلى المزايا الصغيرة التي تحصل عليها كل يوم.

- بنيامين فرانكلين

خير وسيلة للدفاع هي الهجوم

لِمَ قد يضع أي مستثمر متحفظ مليمًا في سوق الأسهم، بعد الانهيار الدامي الذي تعرضت له السوق في السنوات القليلة الماضية؟

عليك أن تتذكر أولًا أن إصرار "جراهام" على الحد الذي يجب أن تذهب إليه في التزامك بالسياسة الدفاعية أو المتحفظة في إقامة استثماراتك لا يعتمد على قدرتك على تحمل المخاطرة بقدر ما يعتمد على استعدادك لتخصيص الوقت والجهد من أجل حافظتك الاستثمارية. وإذا أبليت بلاءً حسنًا فستجد الاستثمار في الأسهم بنفس يسر استثمار الأموال في السندات أو إبقائها نقدًا (وكما سترى في الفصل التاسع، سوف يمكنك شراء صندوق مرتبط بمؤشر سوق الأسهم بالسهولة نفسها التي ترتدي بها ملابسك صباحًا).

إنه أمر طبيعي تمامًا أن ينتابك في خضم سوق المضاربة على الهبوط التي بدأت عام 2000 شعور بالحسرة لما أصابك من جراء ذلك التدهور، وأن تعزم على عدم شراء سهم واحد بعد ذلك أبدًا، فكما يقول

المثل التركي: "من احترق فمه من الحليب الساخن ينفخ في الزبادي". وبسبب الانهيار شديد الوطأة الذي شهدته السوق بين عامي 2000 و 2002، يعتبر العديد من المستثمرين أن الاستثمار في الأسهم أمر بالغ الخطورة، ولكن العجيب في الأمر أن هذا الانهيار كان الداء والدواء في آن واحد؛ حيث قضي على المخاطرة التي تنطوي عليها سوق الأسهم. وعلى الرغم من أن الزبادي كان حليبًا ساخنًا من قبل، فإنه الآن أصبح في مثل حرارة الغرفة.

أما إذا نظرنا للأمر نظرة منطقية، فسنجد أن قرار حيازة الأسهم في الوقت الراهن ليست له علاقة بما يمكن أن تكون قد خسرته بامتلاكك إياها منذ عدة سنوات مضت. فعندما يكون سعر الأسهم معقولًا بحيث يحقق لك مكاسب في المستقبل، عندئذٍ يتحتم عليك امتلاكها، بغض النظر عما كبدته لك من خسائر خلال السنوات الأخيرة. وينطبق الأمر أشد ما ينطبق على السندات إذا تدنت عوائدها؛ حيث يؤدي ذلك إلى خفض عوائد الاستثمارات المولدة للدخل في المستقبل.

وكما رأينا في الفصل الثالث، فإن أسعار الأسهم (اعتبارًا من أوائل عام 2003) قد تمت المبالغة فيها بصورة طفيفة طبقًا للمعايير الزمنية. وفي الوقت نفسه، فإن السندات في ظل الأسعار التي كانت سائدة في الآونة الأخيرة كانت تدر عائدًا منخفضًا لدرجة أن المستثمر المتحفظ الذي يشتريها لما يتوافر فيها من إحساس زائف بالأمان، كان كالمدخن الذي يظن أنه يحمي نفسه من خطر سرطان الرئة بتدخينه لسجائر قليلة

وهي "قوة المعرفة العامة". فإن اكتشفت مطعمًا جديدًا رائعًا، أو طرازًا من السيارات، أو معجونًا للأسنان، أو نوعًا من الملابس، أو لاحظت امتلاء ساحات انتظار السيارات في شركة مجاورة، أو بقاء العاملين بشركة ما في العمل إلى ما بعد انتهاء أحد البرامج التليفزيونية، عليك إذن أن تدرك ببصيرتك الشخصية أنك أمام سهم لم ينتبه إليه لا المحلل المحترف ولا مدير الحافظة الاستثمارية. وكما يقول "لينش": "يكتسب المرء بعد خبرة طويلة من شراء السيارات أو الكاميرات، معرفة بالغث والسمين والرائج والكاسد... والأهم من هذا كله، معرفته بهذا قبل معرفة وول ستريت به " 98 .

98 " بيتر لينش" و "جون روتشيلد " *One Up on Wall Street* ، دار نشر بينجوين، 1989، صفحة 23.

أما قاعدة "لينش" "يمكنك التفوق على الخبراء إذا ما استفدت من الميزة التي تتمتع بها واستثمرت في الشركات أو الصناعات التي تعرفها بالفعل"- فلا يمكن استبعاد صحتها بشكل مطلق، فقد استفاد منها آلاف المستثمرين على مر الزمن، ولكنها تصح فقط إذا ما اتبعت الجملة الأخرى المتممة لمعناها في الوقت نفسه ألا وهي: "العثور على الشركة الواعدة، ليس سوى خطوة أولى، أما الخطوة الثانية فهي إجراء الأبحاث". ويصر "لينش" على ضرورة امتناع المرء عن الاستثمار في شركة دون دراسة بياناتها المالية، وتقدير حجم أعمالها، بغض النظر عن جودة منتجاتها، أو ازدحام ساحات انتظار السيارات أمام مقارها.

ولكن لسوء الحظ تجاهل أغلب مشتري الأسهم هذا الجزء.

وتعد "باربارا سترايسند"، نجمة الغناء الأولى، خير مثال على كيفية إساءة تطبيق الأفراد لتعاليم "لينش". فقد أخذت تثرثر في عام 1999 قائلة: "جميع الناس يذهبون يوميًّا لشرب القهوة في مقهي ستاربكس؛ لذلك أنا أشتري أسهم ستاربكس". لكن "باربرا سترايسند" نسيت أنه بغض النظر عن مدى حبك لمذاق قهوة ستاربكس عليك تحليل بياناتها المالية لضمان عدم المبالغة في سعر أسهمها عن سعر القهوة التي تبتاعها منه. ولقد وقع عدد لا يحصى من مشتري الأسهم في هذا الشرك نفسه عندما تهافتوا على شراء أسهم أمازون دوت كوم لحبهم لذلك الموقع، أو ابتاعوا أسهم شركة إي تريد لكونها السمسار الذي يتعاملون معه عبر الإنترنت.

ومما لا شك فيه أن "الخبراء" يضفون مصداقية على هذه الفكرة كذلك؛ ففي إحدى اللقاءات التليفزيونية التي أجرتها محطة سي إن إن في أواخر التسعينيات، سُئل "كيفين لانديز" مدير الحافظة الاستثمارية بصندوق فيرست هاندز: "كيف تقوم بالأمر؟ ولِمَ ليس بوسعي القيام بما تقوم به يا "كيفين "؟ "(طوال الفترة ما بين عامي 1995 و 1999 ظل صندوق القيمة لأسهم التكنولوجيا فيرست هاندز يحقق أرباحًا سنوية مدهشة بلغت في المتوسط 58.2%) "فتمتم "كيفين "مجيبًا: "في الواقع، يمكنك القيام بما أقوم به، وكل ما عليك فعله هو التركيز على ما تعرفه، وابقَ مطلعًا على أحوال النشاط، وتبادل الحديث مع العاملين فيه يوميًّا".

99 جرت المقابلة سالفة الذكر أعلاه مع "كيفين لانديز" على شاشة قناة سي إن إن، في الخامس من نوفمبر 1999 الحادية عشرة صباحًا بتوقيت الساحل الشرقي للولايات المتحدة الأمريكية. وإذا كان تاريخ " كيفين لانديز " يعطينا مؤشرًا على أي شيء لوجدنا أن "الأشياء التي تعرفها" ليست " هي كل ما تحتاج إليه حقًّا " للنجاح في اختيار الأسهم؛ فمنذ نهاية عام 1999، وحتى نهاية عام 2002، خسر الصندوق الاستثماري الذي يديره "لانديز" (والذي اشتمل على أسهم شركات التكنولوجيا التي زعم أنه العارف ببواطن أمورها من خلال المقر الذي يتخذه في "وادي التكنولوجيا") 73.2% من قيمتها، وهي الخسارة التي تعد الأفدح من نوعها التي يتكبدها أي صندوق استثمار تكنولوجي آخر خلال تلك الفترة.

أما أشد أشكال التحريف لقاعدة "لينش" إيلامًا، فيتجلى في خطط التقاعد التي تضعها الشركات؛ فإذا كان يفترض بك "شراء ما تعلم"، فأي استثمار أفضل لخطة تقاعدك 401(k) من حيازة أسهم الشركة التي تعمل بها؟ فأنت تعمل هناك على أية حال، وتعلم عنها أكثر مما يعلمه أي شخص غريب عنها، ولكن الواقع المؤلم يشير إلى أن موظفي كل من شركة إينرون وشركة جلوبال كروسنج، وشركة ورلد دوت كوم الذين وضعوا أغلب مدخرات تقاعدهم في أسهم الشركات التي يعملون بها والتي سرعان ما ذهبت أدراج الرياح قد تعلموا أن العاملين في الشركة يسيطر عليهم وَهْمُ المعرفة ببواطن الأمور وليس الحقيقة.

ولقد أكد علماء النفس، وعلى رأسهم "باروخ فيشهوف" من جامعة كارنيجي ميلون، حقيقة مزعجة مفادها أن معرفة الأفراد بشيء ما، لا تقلل بالضرورة من نزوعهم إلى المبالغة فيما يعرفونه حقًّا 100 . وهذا هو السبب الذي يجعل "الاستثمار فيما يعرفه المرء" أمرًا شديد الخطورة، فكلما زاد اطلاعك على ما يجري داخل شركة تضاءلت احتمالات نجاحك في سبر غورها وإدراك أوجه الضعف التي تشوب أسهمها. ويطلق على مثل هذه الصورة من الثقة الزائدة "النزوع إلى المألوف" أو عادة التمسك بما اعتاده المرء وألفه بالفعل، وإليك الدليل:

100 "سارة ليشتينشتاين" و"باروخ فيشهوف" " DO Those Who Know More Also Know More About How Much They Know? "، " *Organizational Behavior and Human Performance* المجلد 20، جزء 2، ديسمبر 1977، الصفحات 159، 183.

- • يمتلك أفراد المستثمرين أسهمًا في شركة الهاتف المحلية، تعادل ثلاثة أضعاف ما قد يمتلكونه من أسهم في شركات الهاتف الأخرى.
- • يمتلك صندوق الاستثمار التقليدي أسهم الشركات التي تقع مقارها على بعد 115 ميلًا من مقره أكثر مما تمتلكه الشركات الأمريكية الأخرى العادية.
- • يحتفظ مستثمرو خطة التقاعد 401(k) بما تتراوح قيمته ما بين 25% إلى 30 % من أصول تقاعدهم في

أسهم الشركات التي يعملون بها 101 .

-

101 انظر "جور هوبرمان" "الاستثمار نتاج الألفة" أو " Familiarity Breeds Investments "، وكذلك "جوشوا جوفـــال "، و "توبيـــاس موســكوفيتش: "جغرافيــة الاستثمار" أو " Geography of Investments " وكذلك "جورهوبرمـان"، و "بـول سـينجموللر": "أسـهم الشـركة وخطـط التقاعـد"أو " company stock in 401 (k) plans " وكـل هـذه المـواد تجـدها متاحـة علـى الموقع التالي : http:/papers.ssrn.com .

وخلاصة القول أن الألفة تولد الرضا. ألسنا نرى جيران المجرم أو أقرب أصدقائه أو والدته، وهم يظهرون على شاشات الأخبار وقد علت الدهشة وجوههم قائلين: "لكم كان رجلًا لطيفًا؟!"، ذلك لأننا كلما ألفنا شيئًا ما أو شخصًا ما اعتبرنا آراءنا فيه على أنها من المسلمات ولا تساورنا أية شكوك تجاهه كما هي الحال مع الأشياء البعيدة عنا. وكلمــا صــار الســهم مـألوفًا زادت احتمـالات تحـول المستثمر المتحفظ لمستثمر كسول لا يرى الحاجة إلى قيامه بواجبه من بحث وتقصٍّ، فلا تدع هذا يحدث لك.

هل يمكنك إدارة استثماراتك بنفسك؟

من يُمن الطالع أن يكون عصرنا هو العصر الذهبي لكل مستثمر متحفظ على استعداد لبذل الجهد المطلوب

لتجميع حافظة استثمارية: لم يحدث قط في التاريخ المالي أن صار امتلاك الأسهم رخيصًا وملائمًا كما هي الحال الآن 102 .

102 وطبقًا لما يقوله "تشارلز جونز" أستاذ المالية بكلية إدارة الأعمال بجامعة كولومبيا، تدنت تكلفة عملية تداول بسيطة (إما بيعًا أو شراء) في بورصة نيويورك، من 1.25% أيام "جراهام"، إلى 0.25% في عام 2000. أما بالنسبة للمؤسسات الاستثمارية كصناديق الاستثمار، فتزيد هذه التكاليف على ذلك (وانظر مقال "تشارلز جونز ": A Century Of stock Market Liquidity And Trading Costs أو "قرن من سيولة سوق المال وتكاليف التداول" على موقع http://papers.ssrn.com

باشر شئونك بنفسك: حيث يمكنك من خلال مواقع السمسرة المتخصصة على شبكة المعلومات، كمواقع www.sharebuilder.com و www.foliofn.com و www. buyandhold.com ابتياع الأسهم تلقائيًا وإن قل ما تملكه من مال. فهذه المواقع تحاسبك على عملية شـراء دوريـة لأي مـن آلاف الأسـهم الأمريكيـة التـي تتيحها بتكلفة قليلة تصل إلى (4 دولارات). ويمكنك أن تستثمر أموالك شهريًا أو أسبوعيًا، أو تعيد استثمار توزيعات الأرباح أو توجه أموالك نحو الأسهم من خلال عمليات السحب الإلكتروني من حسابك المصرفي، أو من خلال الإيداع المباشر من راتبك. ويفرض الموقع الأول تكلفة على البيع تزيد على تكلفة الشراء، كإنذار لتنبيهك إلى أن البيع المتسرع للأسهم ليس استثمارًا بينما يتيح لك الموقع الثاني أداة ممتازة لتتبع الضرائب

الواجب سدادها.

وعلى خلاف السماسرة التقليديين وصناديق الاستثمار التي لن تجعلك تدلف إلى عالم الاستثمار قبل سداد رسوم لا تقل عن 2000 أو 3000 دولار، فإن شركات الإنترنت لا تضع حدًّا أدنى للرصيد الموجود في الحساب، كما أنها تتناسب تمامًا مع المستثمرين المبتدئين الذين يريدون أن تتم إدارة حافظاتهم المالية الناشئة تلقائيًا. ولكن يجب أن تتيقن تمامًا من أن رسم إجراء الصفقات الذي يصل إلى أربعة دولارات يلتهم جزءًا هائلًا تقدر نسبته بـ 8 % من الاستثمار الشهري الذي يصل إلى 50 دولارًا، ولكن إذا كان هذا هو كل ما تستطيع التخلي عنه، فإن مواقع الاستثمار الصغيرة هذه هي أفضل وسيلة متاحة لتكوين حافظة استثمارية متنوعة.

ويمكنك أيضًا شراء أسهم فردية من الشركات المصدرة لها مباشرة؛ فمنذ عام 1994 قامت هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية بتخفيف وطأة القيود التي كبلت بها عمليات بيع الأسهم للعامة مباشرة. واستجابة لذلك، قامت مئات من الشركات بإعداد برامج تعتمد على استخدام الإنترنت يسمح من خلالها للمستثمرين بشراء الأسهم بدون الاستعانة بسمسار. فإذا رغبت في الحصول على بعض المعلومات عن الشراء المباشر للأسهم، فاذهب للمواقع التالية عسى أن تجد فيها عونًا:

www.dripcentral.com، و www.netstockdirect.com (وهو فرع من فروع موقع شير بيلدر) و www.stockpower.com . وقد تتعرض لألوان من

أو تنفق أكثر من ساعة أو ساعتين شهريًا في تفقد استثماراتك، فعندئذٍ يجب أن تدرك أن الأمور ليست على ما يرام، فلا تدع يسر التعامل المباشر من خلال الإنترنت ولا شعور المتابعة لحظة بلحظة يغويك بالمضاربة، فرباطة الجأش هي سر نجاح المستثمر المتحفظ.

اطلب العون: يمكن للمستثمر المتحفظ حيازة الأسهم إما من خلال سماسرة الخصم، أو من خلال المخططين الماليين، أو من خلال السماسرة الذين يوفرون الخدمات الكاملة للأسهم. وإذا ما لجأت لسمسار الخصم، فسوف تقوم بأغلب عملية انتقاء الأسهم بنفسك، وسوف تعينك إرشادات "جراهام" على تكوين نواة محفظة، تتطلب القدر الأدنى من العناية منك، كما توفر لك الحد الأقصى من العائد الثابت. ولكن من ناحية أخرى، إذا لم يتوافر لديك الوقت أو الاهتمام الكافي لتقوم بالأمر بنفسك، فلا ضير من اللجوء لشخص ما أو لصندوق استثماري ليختار الأسهم نيابة عنك. ولكن تبقى عليك مسئولية يجب عدم إلقاء تبعاتها على أحد، فعليك أنت، وليس غيرك، أن تقرر قبل أن تسلم مالك ما إذا كان مستشارك جديرًا بالثقة أم لا، وما إذا كان يتقاضى رسومًا معقولة مقابل عمله أم لا. (لمزيد من الإرشادات انظر الفصل العاشر).

فوِّض الأمر لآخرين: تعد صناديق الاستثمار السبيل الأمثل المتاح أمام المستثمر المتحفظ للحصول على خير ما في حيازة الأسهم وتلافي شرورها، ودون الحاجة لمباشرة محفظتك بنفسك. فبتكلفة قليلة نسبيًا

يمكنك الحصول على درجة عالية من التنوع وبصورة مناسبة تمامًا؛ وذلك بأن تدع لأحد المحترفين مهمة انتقاء أسهمك وإدارتها. إن الصناديق الاستثمارية في أفضل صورها والتي تحتوي على مجموعة من أسهم المؤشرات قد لا تحتاج للإشراف أو المراجعة. وتعد صناديق الاستثمار المرتبطة بمؤشر من نوع استثمارات صندوق "ريب فان وينكل" والتي ليس من المحتمل أن تسبب أية معاناة أو مفاجآت حتى لو خلدت إلى النوم عشرين عامًا كمزارع كسول؛ بمثابة حلم المستثمر المتحفظ الذي تحقق. ولمزيد من التفاصيل عنها، انظر الفصل التاسع.

رأب الصدوع

على الرغم مما تشهده الأسواق المالية من تقلبات صعودًا وهبوطًا يومًا بعد آخر، فإنه لا يزال بوسع المستثمر المتحفظ السيطرة على هذه الفوضى؛ إذ إن رفضك للعب دور نشط وتنكرك لأي قدرة زائفة للتنبؤ بالمستقبل قد يصيران أقوى أسلحتك؛ فباعتمادك على من يدير حافظتك الاستثمارية في اتخاذ القرارات الاستثمارية نيابة عنك، تقي نفسك شر السقوط في وَهْم معرفة اتجاه أسعار الأسهم، وتزيح عن كاهلك منغصات السوق أيًّا كانت صورها.

وكما أشار "جراهام"، فإن أسلوب "توسيط التكلفة" يتيح لك فرصة توجيه مقدار ثابت من المال للاستثمار على فترات منتظمة؛ ففي كل أسبوع أو شهر أو أربعة أشهر تقوم بشراء المزيد من الأسهم، سواء اتجهت السوق

نحو الارتفاع أو الانخفاض (أو شرعت في ذلك) أو ظلت على وضعها الحالي. وتستطيع أية شركة من شركات صناديق الاستثمار، أو أية شركة سمسرة أن تقوم بتحويل مالك تلقائيًّا وبأمان نيابة عنك؛ بحيث لن تحتاج أبدًا لكتابة شيك، أو تشعر بالألم حين تسدد المال بيديك؛ فكل ما يجري يتم بعيدًا عن الأنظار وعن البال.

تعد حافظة الصندوق الاستثماري المرتبط بمؤشر، والتي تضم كل سهم جدير بالاقتناء، أفضل صور توسيط التكلفة؛ فبهذه الطريقة لا تتلافى لعبة تخمين اتجاه السوق فقط، بل تتلافى أيضًا لعبة تخمين أي قطاعات السوق، وبالتالي أي الأسهم والسندات داخل هذه القطاعات هي الأفضل.

ودعنا نفترض أنك تستطيع توفير 500 دولار شهريًّا. فإذا امتلكت ثلاثة صناديق مرتبطة بمؤشر وقمت بتوسيط تكلفتها ووجهت 300 دولار إلى صندوق يضم إجمالي سوق الأسهم الأمريكية، و100 دولار لأسهم أجنبية، و100 دولار لسندات أمريكية، فلك أن تضمن حيازتك لكل استثمار يستحق الحيازة على هذا الكوكب 104 . وكل شهر وبشكل منتظم تقوم بشراء المزيد من الأسهم. فإن هبط مستوى السوق، فسيأتيك المبلغ المحدد سلفًا بعدد أكبر من الأسهم مما أتاك به في الشهر السابق. أما إن ارتفع مستوى السوق، فسيأتيك بعدد أقل من الأسهم. وباعتمادك على الإدارة التلقائية الدائمة لحافظتك الاستثمارية تقي نفسك شر الهرولة تجاه السوق حين يبدو الأمر مغريًا على ذلك (وتلك هي

الخطورة القصوى) أو الامتناع عن شراء المزيد بعد أن جعل انهيار السوق استثمارات السوق أرخص كثيرًا (وإن بدا الأمر أشد "خطورة").

104 ولمزيد من التفاصيل عن منطق تخصيص جزء من محفظتك للأسهم الأجنبية، انظر الصفحات 208، 210.

وطبقًا لمؤسسة إيبوتسون أسوشيتس، وهي مؤسسة رائدة في مجال الأبحاث المالية، إذا كنت قد استثمرت مبلغ 12000 دولار في أسهم مؤشر إس آند بي 500 (S&P 500) في بداية سبتمبر عام 1929، فسيتبقى لك من هذا المبلغ بعد مرور عشر سنوات ما قيمته 7.223 دولار. ولكن إن استهللت بمبلغ 100 دولار، ثم أضفت له ببساطة مائة أخرى شهريًا، فبحلول شهر أغسطس 1939 كان سيتضاعف مبلغك ليصل إلى 15571 دولارًا. وتلك هي قوة الشراء المنتظم، حتى في ظل الكساد العظيم، وأسوأ أسواق المضاربة على الهبوط على الإطلاق 105 .

105 المصدر : البيانات الحسابية التي قدمتها مؤسسة إيبوتسون أسوشيتس. ورغم أنه لم يكن متاحًا لمستثمري التجزئة أن يشتروا كل أسهم مؤشر إس آند بي 500 حتى عام 1976، فإن النموذج يضرب مثالًا على قوة شراء المزيد من الأسهم عندما تهبط الأسعار.

ويبين الشكل (5- 1) سحر أسلوب توسيط التكلفة في ظل أحدث أسواق المضاربة على الهبوط.

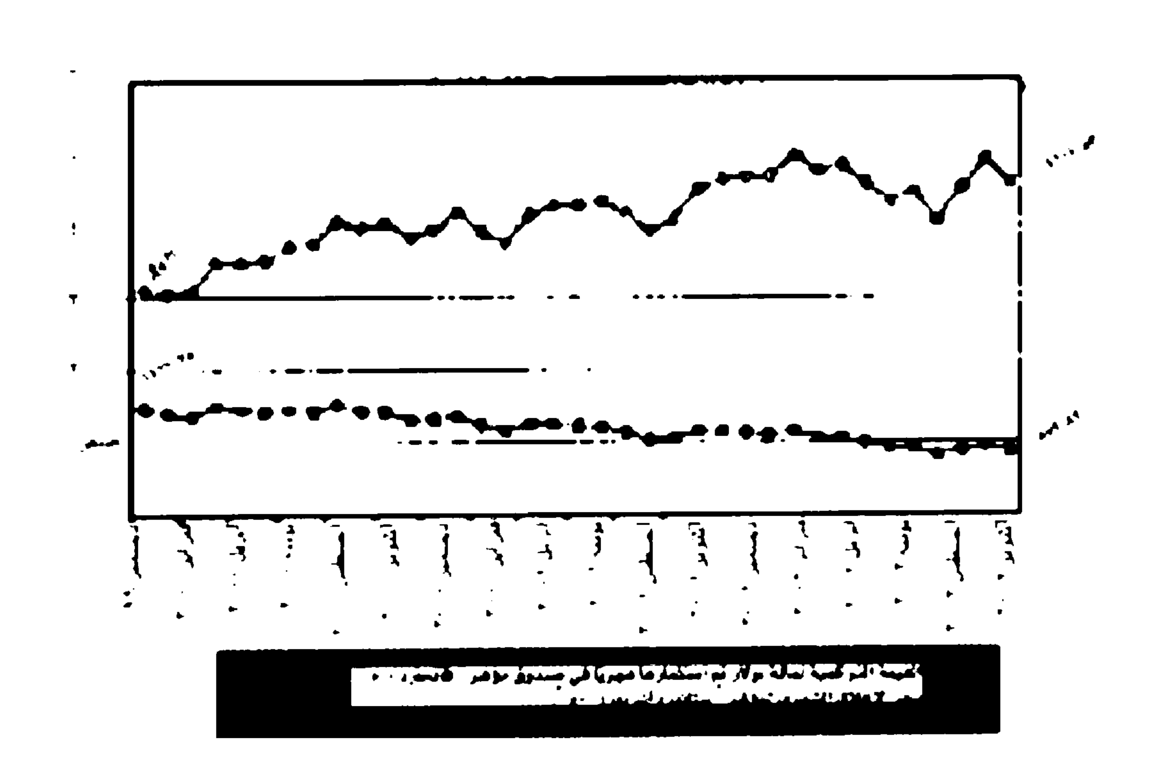
وأفضل من كل ما تقدم حقيقة أنك فور تكوينك

لحافظة تدار تلقائيًّا قوامها الصناديق الاستثمارية المرتبطة بمؤشر، ستكون قادرًا على الإجابة عن جميع التساؤلات التي تطرحها السوق، ويستطيع المستثمر المتحفظ الإجابة عنها وذلك بقولك: "لا أدري، ولست مهتمًّا". فإن سألك أحدهم هل سيتفوق أداء السندات على أداء الأسهم، فأجبه: بـ"لا أدرى، ولست مهتمًّا"؛ لأنك سوف تقوم في جميع الأحوال بشراء كل منهما تلقائيًّا. وإذا سألك أحدهم، هل ستجعل أسهم الرعاية الصحية أسهم التكنولوجيا المتقدمة تبدو عقيمة؟ فقل له: "لا أدري، ولست مهتمًّا"، فأنت مالك دائم لكل منهما. وإذا سألك ما الشركة التالية التي ستكون على شاكلة شركة مايكروسوفت، فأجبه الإجابة نفسها، فبمجرد أن تعلو قيمتها سوف يضمها صندوق المؤشر الخاص بك، وستركب موجة الأرباح! وإذا سألك أحدهم هل ستتفوق الأسهم الأجنبية على الأسهم الأمريكية العام القادم؟، فأجبه الإجابة ذاتها، فإذا حدث ذلك فسوف تحصل على ثمار هذا الربح، أما إذا لم يتحقق ذلك فلسوف تتاح لك فرصة شراء المزيد منها بأبخس الأسعار.

ومن خلال إتاحة الفرصة أمامك لكي تردد عبارة: "لا أدري، ولست مهتمًّا". فإن الحافظة التي تدار تلقائيًّا تحررك من الشعور بالحاجة إلى التنبؤ بأسواق المال، ومن وَهْمِ اعتقاد أن أي شخص آخر بوسعه أن يفعل ذلك. إن إدراكك لقلة ما تعرفه عن الغد وتقبلك لجهلك بهذه الأمور لهو أقوى أسلحة المستثمر المتحفظ.

الشكل 5-1

كل عنصر صغير يساعد



الفصل 6

سياسة الحافظة الاستثمارية للمستثمر المغامر: الأسلوب السلبي

على المستثمر "المغامر" الانطلاق من القاعدة نفسها التي ينطلق منها المستثمر المتحفظ، ألا وهي تقسيم أمواله ما بين السندات الممتازة والأسهم العادية الممتازة التي تم شراؤها بأسعار معقولة 106 ليسلك بعد ذلك دروبًا مختلفة من الالتزامات المالية عن دروب المستثمر المتحفظ، لكن ينبغي أن يكون هناك مبرر وجيه وراء هذا الاختلاف. ومع ذلك لابد من الاعتراف بأننا نواجه صعوبة في تناول هذا الموضوع بأسلوب منهجي ومنظم؛ فليس ثمة نمط موحد أو مثالي للتعاملات الجريئة، فأمام المستثمر ميدان رحب من الخيارات، ويجب ألا يعتمد في اختياراته على جدارته الفردية وعلى استعداداته فحسب، بل ينبغي عليه أن يعتمد في الوقت ذاته على اهتماماته وعلى ما يفضله.

106 هنا خرجت من "جراهام" زلة لسان؛ فبعد إصراره في الفصل الأول على أن تعريف المستثمر "المغامر" لا يتوقف على مقدار المخاطرة التي يتحملها بقدر ما يتوقف على الجهد الذي لديه الاستعداد لبذله، فإنه يعود للتعريف التقليدي، والذي يقضي بأن المستثمر المغامر هو المستثمر الأكثر "إقدامًا". أما سائر الفصل، فيوضح تمسك "جراهام" بتعريفه الأول. (يبدو أن رجل الاقتصاد البريطاني العظيم "جون ماينارد كينز" هو أول من استخدم مصطلح "المستثمر المغامر" كمرادف

للاستثمارات القائمة على التحليل).

إن التعميمات الأكثر فائدة التي تتعلق بالمستثمر المغامر يغلب عليها الطابع السلبي. فلندعه يترك الأسهم الرائجة الممتازة للمشترين من الشركات وندعه يتجنب أيضًا فئات السندات والأسهم الممتازة الأدنى مرتبة ما لم يمكنه شراؤها بأسعار بخسة أي بأسعار تقل بـ30% عن القيمة الاسمية للأوراق المالية ذات أسعار الفائدة الثابتة والمرتفعة. وأقل كثيرًا من القيمة الاسمية للأوراق المالية ذات أسعار الفائدة الثابتة والمنخفضة 107 وسوف يدع الآخرين يشترون إصدارات السندات الحكومية الأجنبية، حتى إن بدت عوائدها جذابة. كما سيحتاط ضد جميع أنواع الأوراق المالية الجديدة، بما فيها السندات القابلة للتحويل، والأخرى الرائجة بالغة الجاذبية، وكذلك الأسهم العادية ذات الأرباح الممتازة التي تحققت في الماضي القريب.

107 تعني "الأوراق المالية ذات أسعار الفائدة الثابتة والمرتفعة" سندات الشركات ذات العوائد التي تفوق متوسط سعر الفوائد (وهي فوائد لا تقل عن 8% في الأسواق الحالية) أو الأسهم الرائجة التي تدر عوائد توزيعات ضخمة (تبلغ 10% أو أكثر). فإذا كان ينبغي على الشركة دفع معدلات فائدة مرتفعة في مقابل اقتراض المال، فهذه إشارة أساسية على المخاطر التي ينطوي عليها الأمر. ولمزيد من المعلومات عن السندات ذات العائدات المرتفعة أو السندات "الرديئة".

أما بالنسبة للاستثمارات التقليدية في السندات،

فسيفعل المستثمر المغامر خيرًا إن اتبع نمط الاستثمار الذي أوصينا به لرفيقه المتحفظ، وأن يقصر اختياره ما بين الأوراق المالية الممتازة الخاضعة للضريبة، والتي تدر اليوم عائدًا يبلغ 7.5 %، وبين السندات الجيدة المعفاة من الضرائب، والتي تدر عائدًا يبلغ 5.30% على آجال الاستحقاق طويلة المدى 108 .

108 في أوائل عام 2003 بلغت العائدات المناظرة 5.1 % على سندات الشركات الممتازة و4.7% على سندات البلديات المعفاة من الضريبة، والمستحقة بعد 20 عامًا. ولتحديث قيمة هذه العائدات، نحيلك للموقع التالي: www.bondsonline.com/asp/news/composites / html أو موقع www.bloomberg.com/markets/ rates.html ، وموقع www.bloomberg.com/ markets/psamuni.html

سندات الدرجة الثانية والأسهم الممتازة

منذ أواخر عام 1971 أصبح الحصول على سندات الشركات من الدرجة الأولى الممتازة التي تدر عائدًا يبلغ 7.25 % وأكثر، أمرًا ميسورًا تمامًا؛ ولذا لم يعد من المنطقي شراء سندات من الدرجة الثانية لعائداتها المرتفعة وحسب. ولقد وجدت الشركات التي تعاني ضعف مركزها الائتماني نسبيًا استحالة قيامها ببيع "السندات العادية"، أي غير القابلة للتحويل، للعامة خلال العامين الماضيين. ومن ثم وفرت مصادر لسداد ديونها من خلال بيع السندات القابلة للتحويل (أو سندات بضمانات) مما وضع هذه السندات في فئة مستقلة.

وبصفة عامة، فإن جميع السندات غير القابلة للتحويل ذات التصنيف المتدني، تمثل أوراقًا مالية قديمة تباع بخصم كبير مما يتيح فرص تعظيم القيمة الاسمية للسند في ظروف مستقبلية مواتية، وهو ما يعني هنا تحسين مستوى تصنيف المركز الائتماني للشركة من جهة، وخفض أسعار الفائدة العامة من جهة أخرى.

وتظل المنافسة قائمة بين سندات الدرجة الثانية وغيرها من الأوراق المالية الأخرى الأفضل منها حتى في ظل وجود خصومات السعر وما قد ينتج عنها من زيادة في القيمة الاسمية. ولقد تم بيع بعض من الالتزامات القوية التي تسير معدلات كوبوناتها على الأسلوب القديم (بفائدة تتراوح ما بين 2.5 % تصل إلى 4%) بما تصل قيمته إلى 50 سنتًا لكل دولار عام 1970. وأمثلة هذه السندات سندات أمريكان تليفون آند تليجراف التي تصل فائدة معدل كوبونها إلى 2.625، وتستحق عام 1986 وتم بيعها بـ 51 سنتًا، وشركة آتشيسون توبيكا آند سانتافي آر آرفورز، التي تستحق عام 1995، وبيعت بـ 51، وماكجروهيل التي تصل فائدة معدل كوبونها إلى 3.875، وتستحق عام 1992، وبيعت عند 50.5.

ومن ثم في ظل الظروف التي كانت سائدة في أواخر عام 1971 كان بوسع المستثمر المغامر الحصول على كل ما يرغب فيه من السندات الممتازة فيما يتعلق بالدخل وفرص ارتفاع القيمة.

وسوف نشير في مواضع أخرى من الكتاب، إلى أن أي

موقف استمر لفترة طويلة فيما مضى يمكن أن يتكرر في المستقبل؛ لذلك تجدر الإشارة هنا إلى السياسة التي قد يضطر المستثمر المغامر للجوء إليها إن عادت مستويات الأسعار ومعدلات عائد السندات الممتازة لحالتهما الطبيعية السابقة؛ لذلك سوف نشير مجددًا إلى ما ذكرناه من ملاحظات وردت في طبعة 1965، حينما كانت عائدات السندات الممتازة 4.5 % فقط.

ينبغي أن نتناول بالحديث في هذا المقام الاستثمار في سندات الدرجة الثانية التي قد يصل عائدها في بعض الأحيان إلى 8% أو أكثر. ويتمثل الاختلاف الرئيسي بينها وبين سندات الدرجة الأولى في عدد المرات التي تغطي فيها المكاسب رسوم الفائدة؛ فعلى سبيل المثال، في أوائل عام 1964 حققت كل من شركة ميلواكي وشيكاغو وسانت بول وباسيفيك التي تمثل 5% من سندات الديون أو الدخل في بداية 1964 عند 68 نقطة عائدًا بلغت نسبته 7.35 %. في حين بلغت أرباح تحصيل رسوم الفائدة الإجمالية (قبل احتساب ضرائب الدخل) مرة ونصفًا من قيمتها فقط في عام 1963، مقابل خمس مرات حسب تقديرنا لأي سندات سكة حديدية مضمونة.

ويقبل العديد من المستثمرين على شراء هذا الصنف من السندات "لحاجتهم إلى دخل"، وعدم اكتفائهم بالعائد الهزيل الذي توفره سندات الدرجة الأولى. ولكن تشير التجربة إلى أنه ليس من الحكمة شراء سندات أو أسهم رائجة غير مضمونة بصورة كافية لا لشيء إلا لمجرد أن عائدها جذاب . (وتشير كلمة مجرد هنا

إلى أن الورقة المالية لا تباع بخصم كبير، وبالتالي لا تتيح فرصة لحدوث زيادة كبيرة في قيمتها الأصلية) وإذا حدث أن اشتريت هذه السندات بأسعار كاملة وتامة بمعنى ألا يقل سعر شرائها كثيرًا عن 100 نقطة سعرية 110 فسوف تتزايد احتمالات توافر فرص هائلة لأن يرى حاملها تسمية سعرية أدنى في المستقبل. ولكن عندما تتدهور أحوال النشاط أو تمر السوق بظروف سيئة يكون مثل هذا النوع من الإصدارات عرضة لحالات تدهور شديدة قد تؤدي إلى تعليق صرف التوزيعات أو الفوائد أو تعريضها للخطر على الأقل، كما يعتري الأسعار ضعف واضح حتى إن لم تكن نتائج أدائها سيئة على الإطلاق.

109 ولمثال معاصر يعزز النقطة التي يطرحها "جراهام" انظر صفحة 167.

110 تعرض أسعار السندات على شكل نسب مئوية من قيمتها "الاسمية" أو من 100 نقطة سعرية؛ فكل سند مسعر عند 85 نقطة سعرية، يعني أنه يباع عند 85 % من قيمته الأصلية، وكل سند بقيمة أصلية تبلغ 10000 ويباع عند 85 نقطة سعرية، إنما تبلغ تكلفته 8.500 دولار. وعندما يباع السند بأقل من 100 يطلق عليه سند "خصم"، أما السند الذي يباع عند نقطة أعلى من 100، فيطلق عليه سند سعره أعلى من قيمته الاسمية.

وكمثال محدد على هذه الخاصية لسندات الدرجة الثانية، دعنا نلخص سلوك أسعار مجموعة من سندات دخل السكك الحديدية ما بين عامي 1946 و 1947.

وهي مجموعة تضم السندات التي بيعت عند 96 نقطة سعرية أو أعلى من ذلك في عام 1946، وبلغت قيمة أسعارها في المتوسط تقريبًا 102.5. ولكن بحلول العام الذي يليه تدنت أسعارها لمتوسط بلغ 68 فقط، وهي خسارة تعادل ثلث القيمة السوقية، وفي غضون فترة وجيزة للغاية. و لكن الغريب في الأمر أن سندات السكك الحديدية عادت في عام 1947 وحققت أرباحًا فاقت ما حققته عام 1946، فأتى تدهور أسعارها خلافًا لصورة النشاط، وكان بمثابة انعكاس لمحاولة التخلص من المخزون في السوق ككل. ولكن تجدر الإشارة إلى أن نسبة التقلص الذي شهدته سندات الدخل فاقت نسبة التقلص الذي شهدته الأسهم العادية المدرجة في مؤشر داو جونز (حيث بلغت 23% في السندات). فكان جليًا أن مشتري هذه السندات بتكلفة أعلى من 100، لم يكن ليتوقع لأية درجة يمكن المساهمة في تحسين ظروف السوق. وكانت الميزة الوحيدة الجذابة فيها هي عائدها الذي بلغ في المتوسط 4.25 % تقريبًا (مقابل 2.50% للسندات الممتازة، وبزيادة قدرها 1.75% في الدخل السنوي). ولكن سرعان ما أوضح تتابع الأحداث أن حامل سندات الدرجة الثانية يخاطر بفقدان جانب كبير من قيمتها الأصلية من أجل الحصول على الزيادة الضئيلة في دخلها السنوي.

المثال سالف الذكر يجعلنا نعبر عن احترامنا للوهم الشائع الذي ينضوي أسفل ما يسمى بـ "استثمار رجال الأعمال"؛ ذلك النوع من الاستثمار الذي يسمح بشراء ورقة مالية تدر عائدًا يفوق ذلك الذي تحققه السندات

الممتازة مع تحمل مخاطرة أعلى في المقابل. إنها لصفقة خاسرة تلك التي تجعلك تقبل خسارة أصل قيمة استثمارك، لقاء زيادة 1 % أو 2 % في دخلك سنويًا. فإذا كان لديك الاستعداد لتحمل بعض المخاطرة فلابد أن تضمن تحقيق زيادة هائلة في أصل استثمارك إن سارت الأمور على ما يرام؛ لذلك يعد شراء سند من الدرجة الثانية بفائدة 5.5 أو 6% يباع بقيمته الاسمية صفقة غير مربحة. أما إذا تم بيع الإصدار نفسه عند 70 نقطة يكون في ذلك بعض المنطق، ويمكنك حينئذٍ إذا تحليت ببعض الصبر ابتياعه عند ذلك المستوى.

تتسم سندات الدرجة الثانية والأسهم المنتقاة بخاصيتين متناقضتين ينبغي على المستثمر الذكي أن يضعهما في الحسبان. تعاني كل منهما التدهور الحاد إذا ما ساءت أحوال السوق، ولكن تستعيد نسبة كبيرة منها قوتها بعودة الظروف المواتية، وهي الظروف التي تعيد الأمور لطبيعتها الجيدة. وينطبق الأمر نفسه أيضًا على الأسهم الممتازة (التراكمية)، والتي قد لا توفر أية توزيعات أرباح لصاحبها ولسنوات؛ فلقد كان هناك عدد من تلك الأسهم في بداية الأربعينيات، كنتيجة لطول فترة الكساد التي خيمت بظلالها على الثلاثينيات. خلال فترة الازدهار التي تلت الحرب (ما بين عامي 1945 و 1947) جرى تغطية مقدار كبير من هذه الأرباح المتراكمة إما نقدًا أو بإصدار أسهم جديدة، مع تسديد أصول المبالغ المستثمرة في الوقت ذاته. فحقق الذين اشتروا تلك الأسهم منذ سنوات حينما لم تكن رائجة وبيعت بأبخس الأثمان، أرباحًا وفيرة.

ولن نجاوز الصواب إذا قلنا إنه بالإمكان تعويض خسارة أصل قيمة إصدارات الدرجة الثانية، من عائداتها. بعبارة أخرى، قد يصادف المستثمر الذي أقدم على شراء هذه الفئة من السندات، على المدى الطويل ، النجاح نفسه الذي صادفه من اقتصر على سندات الدرجة الأولى، بل ربما يفوقه نجاحًا.

لكن يصبح السؤال هنا في غير محله. فبغض النظر عن العائد، سيظل مشتري سندات الدرجة الثانية بسعرها التام يشعر بالقلق إذا ما تدهورت أسعارها. بل لن يكون بمقدوره أيضًا شراء ما يكفي من تلك السندات لضمان الحصول على نتيجة "متوسطة" كما لن يكون بوضع يخوله تخصيص جانب من دخله الكبير لتعويض أو "تقليص" الخسارة المحتملة في أصل قيمة السند، هذه الخسارة التي لن يعوضها شيء إذا ما وقعت. وأخيرًا، من البديهي الامتناع عن شراء السندات عند 100 (نقطة سعرية) إذا ما كانت الخبرة الطويلة قد علمتنا أنه بإمكاننا شراؤها عند 70 أو أقل في أقرب سوق ضعيفة لاحقة.

سندات الحكومات الأجنبية

يعلم المستثمرون جميعهم، حتى محدودو الخبرة منهم، أن تاريخ الاستثمار في السندات الأجنبية سيئ منذ عام 1914. ولقد كان هذا أمرًا حتميًّا في ظل حربين عالميتين تخللهما كساد عالمي لم يسبق له مثيل. ولكن كل بضع سنين، تتحسن أوضاع السوق بما يكفي لتداول سندات أجنبية بسعر يقترب من قيمتها الاسمية.

وتعطينا ظاهرة تداول السندات الأجنبية هذه لمحة عن عقل المستثمر العادي، وهي نظرة تتجاوز مجرد تفكيره في سوق السندات وحدها.

وليس لدينا سبب وجيه للاهتمام بمستقبل السندات الأجنبية التي لها مكانتها كسندات أستراليا والنرويج. لكننا نعلم على وجه اليقين، أنه ما بيدي حامل هذه السندات الأجنبية أية أداة، لا قانونية ولا غيرها، يطالب بها بحقه إذا ما وقعت المشكلات، فقد شهد الذين اشتروا السندات الكوبية (4.5) في عام 1953 عند 117 سنداتهم وقد توقفت عائداتها نهائيًا لتتدنى قيمتها إلى 20 في عام 1963. ولقد تضمنت بورصة نيويورك في العام نفسه سندات الكونغو البلجيكية (5.25) عند 36، واليونانية (7) عند 30، وغيرها من الإصدارات المختلفة كسندات بولندا عند سبع نقاط سعرية. ولكن كم من القراء لديه فكرة عن التقلبات التي تعرضت لها سندات تشيكوسلوفاكيا (البالغة فوائدها 8%) منذ أن طرحت للتداول للمرة الأولى بهذا البلد في عام 1922 عند 96.5 ؟ فلقد ارتفعت قيمتها إلى 112 نقطة سعرية في عام 1928 لتنهار بعد ذلك إلى 67.75 في عام 1932، ثم لتتعافى فتصل إلى 106 عام 1936 لتنهار ثانية في عام 1939 إلى ست نقاط سعرية، ثم تشهد انتعاشًا لا يصدقه عقل لتصل إلى 117 في عام 1946 لكن سرعان ما هبطت إلى 35 في عام 1948، لتباع عند ثماني نقاط سعرية فقط في عام 1970!

ولقد أثيرت منذ سنوات مناقشات حول شراء السندات الأجنبية استنادًا إلى حقيقة مفادها أن دائنًا ثريًا مثل

الولايات المتحدة عليها التزام أخلاقي يقضي بضرورة إقراض غيرها من الدول. لكن بمرور الزمن تبدلت الأحوال وأصبحنا نعاني مشكلة في ميزان المدفوعات يعزى سببها جزئيًّا إلى إفراط المستثمرين الأمريكيين في شراء السندات الأجنبية رغبة في الزيادة الطفيفة في عائدها. ومنذ سنوات خلت ونحن نشكك في الجاذبية المتأصلة في مثل هذا النوع من الاستثمار من وجهة نظر المشتري الذي من الأفضل له ولوطنه غض الطرف عن مثل هذا النوع من السندات.

لمحة عامة عن الإصدارات الجديدة

قد لا يكون من الحكمة في شيء محاولة تعميم الأحكام بشأن الإصدارات الجديدة كفئة واحدة؛ إذ تغطي هذه الأوراق المالية الجديدة مدى رحبًا من الجودة والجاذبية. ومما لا شك فيه أنه ستكون هناك استثناءات لأية قواعد مقترحة. ولكن كل ما يسعنا قوله أنه يتحتم على المستثمرين توخي الحذر من الإصدارات الجديدة؛ مما يعني قيامهم ببساطة بفحصها بعناية وإخضاعها لاختبارات عسيرة قبل الإقدام على شرائها.

ولهذا التحذير سببان. أولهما أن الإصدارات الجديدة تتطلب نوعًا خاصًّا من فن البيع مما يستدعي بالضرورة وجود درجة خاصة من درجات مقاومة الشراء 111 . أما السبب الثاني، فهو أن أغلب الأوراق المالية الجديدة تباع في ظل الظروف المواتية التي تشهدها السوق، ونعني بالظروف المواتية هنا الظروف التي تميل كفتها

لصالح البائع أكثر مما تميل لصالح المشتري 112 .

111 تبـاع الإصدارات الجـديدة مـن الأسـهم العاديـة بـالطرح المبـدئي العـام "بخصم تعهد اكتتـاب" (شامل العمولة) تبلغ نسبته 7%. وعلى النقيض من ذلك، فإن عمولة المشتري على الأسهم القديمة كانت أقل من 4%. وأينما تعمد "وول ستريت" بيع إصدار جديد بضعف ثمن إصدارات أخرى قديمة، تزداد صعوبة بيع الإصدارات الجديدة.

112 بيّـن عـالما التمويـل: "أويـن لامـونت" مـن جامعة شيكاغو، و"بول شولتز" من جامعة نوتردام، أن الشركات تطرح أسهمًا جديدة على العامة حينما توشك السوق على الوصول إلى ذروة ارتفاعها. وإذا رغب القارئ في معرفة المزيد عن هذا الأمر، فليرجع إلى مقال " أوين لامونت" Evaluating Value Weighting : Corporate Events and Market Timing "، ومقال "بول شولتز "" Pseudo Market Timing and Long-Run performance of IPOs " علـــــى مـــــوقع http://papers .ssrn.com

وتزداد أهميــة هــذين الاعتبــارين كلما تـدرجنا بـدءًا بالسندات الممتازة ثم سندات الدرجة الثانية وانتهاءً بالأسهم العادية المتقلبة التي تحتل ذيل القائمة. لقد تم القيام بقدر هائل من المعاملات التمويلية في الماضي تضمنت إعادة دفع السندات الحالية بسعر الاستدعاء واستبدالها بأوراق مالية ذات كوبون أقل قيمة. ولقد تمت غالبية هذه المعاملات في فئة السندات الممتازة

والأسهم المنتقاة، وكان المشترون في هذه المعاملات مؤسسات مالية في أغلب الأحوال، وهي مؤهلة تمامًا لحماية مصالحها. فجرى تسعير عروض هذه الأوراق المالية بعناية، لتتسق مع الأسعار الحالية لنظيرتها من الإصدارات الأخرى؛ لذلك لم يعد لفن البيع - على الرغم مما يتمتع به من ثقل ونفوذ - تأثير في النتيجة. ومع استمرار تدهور أسعار الفائدة، وجد المشتري نفسه يدفع ثمنًا باهظًا مقابل تلك الإصدارات، تلا ذلك هبوط حاد في قيمة العديد من هذه الأسهم لاحقًا في السوق. يعد ذلك مظهرًا من مظاهر الميل العام لبيع أوراق مالية جديدة من الأنواع كلها عندما تكون الظروف ملائمة للشركة المصدرة لها ولا تتعدى الآثار الضارة بالنسبة للمشتري في حالة الأوراق المالية فائقة الجودة من الدرجة الأولى كونها غير سارة أكثر منها خطيرة.

لكن يختلف الأمر إلى حد ما عند دراسة سندات الفئات الدنيا والأسهم الرائجة، والتي طرحت للبيع خلال عامي 1945و 1946 وعامي 1960 و 1961؛ حيث تظهر آثار جهود البيع المبذولة بصورة أوضح؛ حيث لم يقدم على شراء هذه الإصدارات سوى أفراد المستثمرين ومن تعوزه الخبرة منهم. وكان من خصائص هذه الأوراق المالية عدم ظهورها بمظهر جيد على نحو كافٍ عند الحكم عليها على ضوء مستوى أداء الشركات المصدرة لها طوال عدد كافٍ من السنوات. ولقد بدت أوراقًا مالية تتمتع بدرجة أمان كافية، في أغلب الأحيان، إذا ما افترضنا أن الأرباح التي تحققت مؤخرًا سوف تستمر دون أن تشهد حدوث أية انتكاسة خطيرة. ولقد قبل

رجال البنوك الاستثمارية التي أصدرت هذه الأوراق هذا الافتراض ولم يصادف مندوبو مبيعاتهم أية صعوبة تذكر في إقناع أنفسهم وعملائهم به. ورغم كل شيء، كان ذلك أسلوبًا استثماريًّا غير سليم ومكلفًا.

تتسم فترات أسواق المضاربة على الصعود بتحويل عدد هائل من الشركات الخاصة إلى شركات ذات أسهم مدرجة في البورصة. حدث هذا في عامي 1945 و 1946 وتكرر في بداية عام 1960. ووصلت الأمور آنذاك لنسب استثنائية إلى أن انتهى بها المطاف إلى الإغلاق المأساوي في مايو من عام 1962. فبعد الاستقرار الذي امتد لسنوات، تكررت المأساة الكوميدية بتفاصيلها نفسها خلال الفترة بين عامي 1967 و 1969 113 .

113 " ففي غضون السنتين اللتين امتدتا من يونيو عام 1960 وحتى مايو 1962، قامت ما يزيد على 850 شركة بطرح أسهمها للاكتتاب العام للمرة الأولى، بمتوسط شركة واحدة يوميًّا. تلا ذلك ازدهار سوق الطرح المبدئي العام في أواخر 1967 مرة ثانية، ليعقبه ازدهار مذهل تمثل في إصدار 781 سهمًا جديدًا بالبورصة في عام 1969. لكن أدت هذه الزيادة فيما هو معروض من الأسهم إلى خلق أسواق المضاربة على الهبوط خلال عام 1969 وخلال عامي1973 و 1974. فقد شهدت سوق الطرح المبدئي العام في سنة 1974؛ حالة من الكساد الشديد الذي لم يتمخض إلا عن ظهور تسعة أسهم جديدة فحسب طوال ذلك العام، في حين لم تشهد سنة 1975 سوى طرح 14 سهمًا جديدًا فقط. لكن أسهم هبوط مستوى المعروض من الأسهم بدوره في

ظهور سوق المضاربة على الارتفاع التي كانت سائدة خلال فترة الثمانينيات عندما اجتاح السوق 4000 سهم جديد أجج طرحها الحماس الزائد عند المتداولين، وهو ما أدى بعدها للانهيار الذي شهده عام 1987. ثم دارت العجلة في الاتجاه المعاكس ثانية؛ إذ بدأت سوق الطرح المبدئي العام في الانكماش في 1988 وحتى 1990؛ حيث أدى نقص الأسهم المطروحة إلى ظهور سوق المضاربة على الهبوط خلال التسعينيات، ثم عاود وول ستريت طرح الأسهم الجديدة؛ حيث تم طرح5000 سهم جديد للاكتتاب العام. ثم وبعد انفجار فقاعة عام 2000، لم يطرح سوى 88 سهمًا جديدًا في عام 2001، وهو أقل عدد أسهم تم طرحها منذ عام 1979. وفي جميع الأحوال، انكوى العامة بنار الطرح المبدئي العام للأسهم مما جعلهم يبتعدون عن السوق طوال عامين، وإن ظلوا يعاودون الكرة مرة بعد أخرى. ومنذ اللحظة التي ظهرت فيها أسواق الأسهم مر المستثمرون بهذه الدائرة الجنونية التي تبعث على الاكتئاب. ويقال إنه يوم أن بلغت سوق الطرح المبدئي ذروتها في أمريكا للمرة الأولى في عام 1825 لقي رجل حتفه بعد أن داسته الأقدام في أثناء تدافع المضاربين لشراء أسهم في مصرف ساوث وارك الجديد؛ حيث استأجر أثرياء القوم قُطّاع الطرق ليشقوا لهم طريقًا بين المضاربين لكي يصلوا إلى صفوف البيع الأولى. ومما لا شك فيه أنه بحلول عام 1829 فقدت الأسهم حوالي 25% من قيمتها.

طرح الأسهم العادية الجديدة

فيما يلي فقرات معادة من طبعة عام 1959 من هذا الكتاب بدون تغيير، مع إضافة تعليق عليها:

يأخذ تمويل الأسهم العادية صورتين. في حالة الشركات المدرجة بالفعل، يتم طرح الأسهم الإضافية بما يتناسب مع حاملي الأسهم الحاليين. ويكون سعر الاكتتاب أقل من المستوى الراهن للسوق وتكون لحقوق الاكتتاب قيمة نقدية مبدئية 114 . ويجري التعهد باكتتاب عملية بيع الأسهم الجديدة من خلال مؤسسة أو أكثر من مؤسسات الاستثمار المصرفي، وإن ساد التوقع والأمل في أن تتم عمليات شراء الأسهم خلال ممارسة حقوق الاكتتاب. وطبقًا لما سبق، لا يتطلب بيع أسهم إضافية سبق أن أدرجت الشركات المصدرة لها في البورصة بذل أية جهود بيع نشطة من جانب شركات التوزيع.

114 يصف "جراهام" هنا طرح الحقوق؛ حيث يطلب من المستثمرين الذين بحوزتهم أسهم بالفعل دفع المزيد من المال للحفاظ على حصتهم نفسها من الفوائد التي تمنحها الشركة. إن هذه الصورة من صور التمويل التي لا تزال واسعة الانتشار في أوروبا قد أصبحت شبه نادرة الوجود في أمريكا، عدا في حالة صناديق الاستثمار المغلقة.

أما الصورة الثانية، فهي طرح أسهم شركات القطاع الخاص لأول مرة بالبورصة؛ حيث يجري طرح هذه الأسهم للبيع بغرض التحكم في الفوائد المحسوبة عليها، وهو ما يخوِّل الشركة المصدرة الاستفادة من ظروف السوق المواتية وتنويع مصادر التمويل. (عندما

تكون هناك حاجة لتوفير المزيد من المال من أجل نشاط الشركة يتم الحصول عليه من خلال بيع الأسهم الممتازة وهو ما أشرنا إليه في ملاحظة سابقة). وتتبع هذه الصورة من صور التمويل نموذجًا شديد التحديد، وهو النموذج الذي يُعرِّض العامة، بما تتصف به أسواق الأوراق المالية بطبيعتها، للخسائر ويصيبهم بخيبة الأمل. وتنبع تلك المخاطر مما تتسم به طبيعة الأنشطة التي يتم تمويلها على هذا النحو ومن ظروف السوق التي تجعل هذه الصورة من التمويل أمرًا ممكنًا.

خلال النصف الأول من هذا القرن تم طرح أسهم العديد من الشركات الأمريكية الرائدة للتداول في البورصة. وبمرور الزمن، تضاءلت أعداد هذه الشركات الرائدة مما جعل عمليات طرح الأسهم العادية للاكتتاب العام المبدئي تتركز أكثر ما تتركز في الشركات الصغرى حجمًا نسبيًّا بصورة متزايدة. لكن تمثلت التداعيات المؤسفة لهذه الفترة في تفضيل المشترين ابتياع أسهم الشركات الكبرى وتحاملهم على أسهم الشركات الصغرى حجمًا. ولكن يتلاشى هذا التحامل وتخفت حدته مثله في ذلك مثل كثير من المشاعر الأخرى عندما تنشأ سوق المضاربة على الصعود، فحينئذٍ تكفي أرباح الأسهم العادية لتخفيف حدة انتقادات العامة وشحذ غريزة التملك بداخلهم. وفي غضون هذه الفترات، يمكن العثور على عدد كبير من الشركات الخاصة التي تحقق نتائج طيبة للغاية، رغم أننا لو عدنا بسجل أداء هذه الشركات إلى عشر سنوات إلى الوراء، لما وجدنا فيها شيئًا مميزًا.

وعندما تجتمع هذه العوامل معًا تظهر النتائج التالية:

بعد مرور فترة على ظهور سوق المضاربة على الصعود يبدأ طرح الأسهم العادية للاكتتاب العام. وتكون أسعار هذه الأسهم جذابة، ويحقق مشترو الإصدارات الأولى منها بعض الأرباح الهائلة. وباستمرار اتجاه السوق نحو الارتفاع، يزداد لجوء الشركات لهذه الصورة من صور التمويل بينما يزداد أداؤها تدهورًا وتتأرجح أسعار البيع والشراء حتى تصبح باهظة. ومن العلامات الأكيدة التي تشير إلى اقتراب نهاية سوق المضاربة على الصعود حقيقة أن الأسهم العادية للشركات الصغيرة غير المصنفة يتم طرحها بأسعار تفوق نوعًا ما مستوى الأسعار الراهن للشركات ذات الحجم المتوسط التي لها تاريخ طويل في السوق. (نضيف هنا أن جانبًا محدودًا من إجمالي التمويل بالأسهم العادية إنما يجري من خلال مؤسسات الاستثمار المصرفي التي لها وزنها وسمعتها) 115 .

115 لقد نأت غالبية البنوك الاستثمارية التي لها مكانتها في عهد "جراهام" بنفسها بعيدًا عن الطرح المبدئي العام لأسهم الشركات، وهو ما اعتبر بمثابة استغلال غير أمين للمستثمرين السذج. ولكن عندما بلغ ازدهار الطرح المبدئي العام ذروته في أواخر عام 1999 وأوائل عام 2000 هرعت البنوك الاستثمارية واقتحمت السوق بكل قوتها. ولقد تخلت الشركات المعرضة للخطر عن حصافتها المعهودة وأخذت تتصرف مثل المصارعين السكارى؛ حيث أخذت تتقاتل على المبالغة في تقييم هذه الأسهم عند العامة المتعطشين للشراء. إن وصف "جراهام" لأسلوب عمل عملية الطرح المبدئي العام هو

من الأساسيات التي يجب أن تكون من النصوص التي تجب قراءتها داخل فصول تعليم أخلاقيات الاستثمار المصرفي، هذا إن وجدت مثل هذه الفصول.

إن تهافت العامة واقتران ذلك برغبة الشركات في بيع كل ما كان يبدو مربحًا، لا يؤديان إلا إلى نتيجة واحدة، انهيار الأسعار؛ حيث تفقد الأسهم الجديدة 75% من قيمتها في أغلب الأحوال، كما تفقد أكثر من هذه النسبة في أسعار الطرح. وما يزيد الوضع سوءًا، هو ما سبق أن ذكرناه من بُغض العامة لذلك النوع نفسه من أسهم الشركات الصغيرة، والتي أقدموا على شرائها في أوقات الصفاء. ولكن تهبط قيمة أغلب هذه الأسهم كثيرًا عن قيمتها بالنسبة نفسها التي سبق أن بيعت بأعلى منها.

إن المستثمر الذكي يحتاج أشد ما يحتاج إلى القدرة على مقاومة ألاعيب رجال البيع حيال الأسهم العادية حديثة الإصدار خلال أسواق المضاربة على الصعود. وحتى إن اجتاز سهم أو سهمان من هذه الأسهم اختبارات الجودة والقيمة العسيرة فعلى الأرجح سوف تكون سياسة الانغماس في مزاولة مثل هذا النشاط فكرة سيئة. وبالطبع سيعمد مندوب البيع للإشارة للعديد من مثل هذه الأسهم، والتي ارتفعت لمستويات كبيرة بالسوق، وقد يكون البعض منها قد وصل إلى مستوى مذهل من الارتفاع يوم بيعه. لكن ذلك كله لا يعدو أن يكون جزءًا من مناخ المضاربة؛ فهو مال سهل يسير، لكنك تكون محظوظًا إن خسرت دولارين فقط مقابل كل دولار صرفته على مثل هذا النوع من الاستثمارات.

قد يمثل شراء بعض هذه الأسهم صفقات رابحة، لكن ذلك لن يكون إلا بعد سنوات قليلة عندما لا يرغب فيها أحد، وتباع آنذاك بجزء ضئيل من قيمتها الحقيقية.

في طبعة عام 1965 واصلنا مناقشة هذا الموضوع على النحو التالي:

في الوقت الذي تعذر فيه تحليل الخصائص الأوسع نطاقًا لسلوك سوق الأسهم (منذ عام 1949) تحليلًا متقنًا يستند إلى الخبرة الطويلة فإن تطور الطرح العام المبدئي للأسهم العادية الجديدة ظل يجري بالأسلوب القديم نفسه. ولسنا ندري على وجه اليقين ما إذا كان قد طُرِحَ من قبل مثل هذا القدر من الأسهم الجديدة منخفضة الجودة، والتي تنهار أسعارها انهيارًا حادًّا في النهاية، مثلما حدث في الفترة ما بين عامي 1960 و 1962. إن قدرة سوق الأسهم ككل على الابتعاد سريعًا عن هذه الكارثة، لظاهرة استثنائية بحق تستدعي إلى الأذهان الذكريات القديمة لنفس هذا الموقف المماثل الذي اتخذته السوق إزاء الانهيار الذي شهدته سوق عقارات ولاية فلوريدا في عام 1925.

ولكن هل لابد من العودة لجنون طرح أسهم جديدة مرة أخرى حتى تشرف السوق الراهنة للمضاربة على الصعود على الانتهاء؟ من يدري؟ لكننا نعلم أن المستثمر الذكي لن ينسى ما حدث في عام 1962 ويترك للآخرين جني الربح السهل من هذا الطرح، قبل أن يتجرعوا كأس الخسارة الفادحة التي سرعان ما تعقب سكرة هذا الربح.

لقد اتبعنا هذه الفقرات التي وردت في طبعة 1965 "بمثال مروع" عن بيع أسهم شركة آتينا ماينتنانس بـ 9 دولارات في نوفمبر 1961؛ إذ جرى الأمر نفسه، وارتفع سعر السهم ليصل إلى 15دولارًا، ثم لينهار إلى 2.375 في العام التالي، ثم إلى 0.875 من الدولار فقط في عام 1964. أما بقية تاريخ هذه الشركة، فجرى بصورة غير اعتيادية مبينًا بعض التحولات الغريبة للغاية في مجتمع الأعمال الأمريكي خلال السنوات الأخيرة. وسيجد القارئ الذي يعتريه الفضول لمعرفة التاريخ القديم والحديث لهذه الشركة مبتغاه في الملحق الخامس.

وليس ثمة مثال مؤلم نورده هنا أكثر من المثال الحديث لذات "القصة القديمة"، والذي جرت أحداثه هذه المرة ما بين عامي 1967 و 1970. فليس ثمة ما يلائم قصدنا هنا أكثر من حالة شركة تريبل إيه إنتربرايسز، والتي كانت أول شركة أدرجت في دليل أسهم مؤشر ستاندرد آند بورز؛ حيث بيعت أسهم هذه الشركة للجمهور عام 1968 بسعر 14دولارًا، وسرعان ما ارتفع سعر السهم ليبلغ 28 دولارًا، ليهبط بعد ذلك هبوطًا شديدًا في أوائل عام 1971 ليصل إلى أقل من 25 سنتًا (بل إن هذا السعر يمثل مبالغة في تقدير قيمة السهم؛ إذ دخلت الشركة المصدرة له محاكم إشهار الإفلاس في حالة ميئوس منها). ومما لا شك فيه أن هناك دروسًا جمة ومحاذير من الواجب تعلمها من قصة طرح الأسهم للاكتتاب العام المبدئي. وسوف نتناول هذا الموضع بالتفصيل في الفصل السابع عشر.

تعليقات على الفصل السادس

الضربات الطائشة هي أكثر الضربات التي تصيبك بالإنهاك.

- أنجيلو داندي، مدرب ملاكمة

هذه العبارة موجهة لكل من المستثمر المغامر والمتحفظ على حد سواء: ما لا تفعله لا يقل أهمية عما تفعله من أجل تحقيق النجاح. وفي هذا الفصل يضع "جراهام "قائمة تفصيلية بما "لا يفعله" المستثمرون المغامرون، وفيما يلي قائمة الوقت الراهن.

هل هي سندات رديئة؟

إن سندات العائد المرتفع، التي يطلق عليها "جراهام" سندات الدرجة الثانية أو السندات الأدنى جودة ويُطلق عليها اليوم "السندات الرديئة"، لا تحظى بقبول من "جراهام". فلقد كان أمرًا مكلفًا للغاية في أيام "جراهام" أن يقوم المستثمر الفرد بتنويع سنداته لتجنب مخاطرة الإعسار 116 (ولمعرفة إلى أي مدى يمكن أن يصل سوء مخاطرة الإعسار، وكيف يمكن أن يسقط مستثمرو السندات - حتى المحنكون منهم بإهمالهم - في مثل هذا الشَّرَك انظر ص 166). أما اليوم، فهناك ما يزيد على 130 من صناديق الاستثمار المتخصصة في معاملات السندات الرديئة؛ حيث تقوم هذه الصناديق بشراء تلك السندات بالجملة وتحتفظ بالعشرات من مختلف أنواع السندات مما يسهم في التخفيف من حدة شكوى "جراهام" من صعوبة التنويع (لكن تحيزه ضد السندات

الممتازة ذات العائد المرتفع يبقى في محله نظرًا لعدم توافـر وسـيلة تكـون رخيصـة ومتاحـة فـي المتنـاول لتخفيف حدة مخاطرها).

116 في أوائل السبعينيات عندما كتب "جراهام" ذلك الكلام كان هناك بضعة صناديق سندات رديئة قليلة تعد على الأصابع يفرض أغلبها، إن لم يكن كلها، رسومًا على شراء تلك السندات قد تصل إلى8.5%، بل لقد فرض بعضها على المستثمر رسومًا لقاء ميزة إعادة استثمار توزيعاتها الشهرية.

بحار من الأذى سببتها سندات ورلد كوم

إقدام المرء على شراء سند لا لشيء إلا لارتفاع عوائده، أشبه بالإقدام على الرواج لا لشيء إلا لإشباع غريزة ما. فإن ذهب الشيء الذي اجتذبك في بادئ الأمر فستجد نفسك تتساءل: ماذا هناك بعد؟ وعندما تكون الإجابة عن هذا السؤال هي "لا شيء"يتحطم قلبك سواء كنت متزوجًا أو حامل سند.

لقد مثلت مبيعات شركة ورلد كوم في التاسع من مايو 2001، أعلى نسبة طرح للسندات في تاريخ الشركات الأمريكية؛ حيث بلغت قيمتها 11.9 مليار دولار. وكان من الشركات التي تهافتت على عائد تلك السندات المرتفع الذي بلغ 8.3%، كاليفورنيا بابليك إمبلويير ريتايرمينت سيستم أو صندوق كاليفورنيا القومي للمتقاعدين، أحد أكبر صناديق معاشات في العالم، وكذلك ريتايرمينت سيستمر أوف ألاباما أو صندوق الاباما للتقاعد، والتي قال مديروها فيما بعد إن "العائدات الهائلة كانت جذابة للغاية عندما أقدمنا على شرائها" وشركة كوربوريت بوند فاند، التي كان مديرها المساعد معرمًا بالعائد الضخم لشركة ورلد كوم وأخذ يتباهى بذلك قائلًا: "إننا نحصل على دخل إضافي أكثر من كافٍ مقابل المخاطر التي قد نتعرض لها"1.

لكن أية قراءة سريعة في ثلاثين ثانية لنشرة سندات ورلد كوم، تظهر أن ليس ثمة ما تعطيه هذه السندات سوى عائداتها المرتفعة أما ما عدا ذلك فهو الخسران المبين. خلال عامين من الأعوام الخمسة الماضية لم تكْفِ دخل ورلد كوم قبل سداد الضرائب (أي أرباح الشركة قبل سداد الضرائب المستحقة عليها لمصلحة الضرائب الأمريكية) لتغطية تكاليفها الثابتة (تكاليف صرف الفوائد لحملة أسهمها)، وبلغ مقدار عجزها 4.1 مليار دولار. ولم يكن بوسع ورلد كوم تغطية دفعات السداد الخاصة بسنداتها إلا بطريق واحد وهو اقتراض المزيد من الأموال من المصارف. وبوجود هذا العون المتاح على السندات، زادت ورلد كوم من تكاليف سداد فوائدها بمبلغ 900 مليون دولار أخرى سنويًا2 ونقتبس هنا التشبيه الذي أورده السيد "كريوسوتي" في كتابه *Monty Python's The Meaning of Life* فيقول إن ورلد كوم أتخمت نفسها إلى حد الانفجار.

وليس ثمة عائد مهما ارتفع، يمكن أن يعوض المستثمر عن هذا النوع من الخسارة. وحقًّا قدمت سندات ورلد كوم عوائد ضخمة وصلت إلى 8% لقلة من الشهور، لكنها كما تنبأ لها "جراهام" كشفت بهذا العائد المرتفع عن أنه ليس هناك أي غطاء حماية للمستثمر فيها، فكان ما يلي:

- • أفلست "ورلد كوم "في يوليو 2002.
- • اعترفت "ورلد كوم "في أغسطس من العام نفسه بأنها بالغت فيما ذكرته عن أرباحها بما يزيد على سبعة مليارات دولار 3.
- • انهارت ورلد كوم وتعرضت لخطر الإعسار ولم تعد قادرة على تغطية تكاليف الفوائد وخسرت السندات ما يزيد على 80% من قيمتها الأصلية.

1 انظر أيضًا www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/worldcom-faqs.htm وكذلك www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm وانظر أيضًا التقارير ربع السنوية لاستثمارات صندوق التقاعد "ريتايرمينت سيستمر أوف ألاباما"، والتي صدرت في 31 مايو من عام 2001 على موقع www.rsa.state.al.us/investments/quarterly-report.htm وكذلك مقال جون سدر: Strong Corporate Bond Fund Comanager على موقع www.businessweek.com/magazine/content/01-22/b3734118.htm

2 استقينا هذه الأرقام جميعًا من نشرة ورلد كوم، ومن وثيقة مبيعات السندات والتي تمت دباجتها في الحادي عشر من مايو 2001، ويمكنك الاطلاع عليها على الموقع التالي www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html (وادخل في "خانة الشركة" اسم شركة "ورلد كوم" WorldCom). وحتى دون الاطلاع على المعلومات التي أتاحها برنامج 20/20، فقد كانت عروض السندات في ورلد دوت كوم لتصيب "جراهام" بالذعر.

3لمزيد من التفاصيل الموثقة عن انهيار هذه الشركة، قم بزيارة موقع www.worldcom.com/infodesk

ومنــذ عــام 1978، بلـغ معـدل إعسـار سـوق السـندات الرديئة في المتوسط إلى 4.4% سنويًّا، ولكن حتى بعد الإعسار، ظلت تلك السندات تدر عائدًا سنويًّا بلغ 10.5% مقابل سندات الخزانة الأمريكية، والتي تدر عائدًا بلغ 8.6% وتستحق بعد عشر سنوات 117 . ولسوء الحظ تفرض أغلب صناديق السندات الرديئة رسومًا مرتفعة فيما تقدم حماية واهية لأصل المبلغ الذي استثمرته فيها. وتمثل مثل هذه الصناديق فرصة ملائمة لك إذا كنت متقاعدًا وتبحث عن دخل شهري إضافي تستكمل بـه مبلـغ المعـاش ويسـعك فـي مقابل ذلك أن تتحمل التـدني المـؤقت فـي قيمـة السـند. وإذا كنـت مـوظفًا بمصــرف أو أيــة جـهة ماليــة أخـرى، فقـد تـؤدي أيـة ارتفاعات حادة في أسعار الفائدة إلى خفض علاوتك، بل قد تهدد وظيفتك نفسها؛ فقد تمثل هذه السندات، والتي يتفوق أداؤها على سائر السندات الأخرى عند ارتفاع أسعار الفائدة، خيارًا منطقيًّا لك إذا كنت ترغب في تحقيق التوازن في خطط تقاعدك. لكن ذلك لا يعدو كونه أحد الخيارات المتاحة أمامك، وليس التزامًا عليك كمستثمر ذكي.

117 راجع ورقة البحث التي أعدها " إدوارد آي. التمان "، و " جوراف بانا "، من كلية ستيرن لإدارة الأعمال، جامعة نيويورك عام 2002 بعنوان " الإعسار وعوائد السندات ذات العائد المرتفع Defaults and Returns on High Yield Bonds "

محفظة الشتات

وموقع www.morningstar.com أيضًا. ولا تقم بشراء أية سندات لأسواق آخذة في النمو تزيد تكاليف تشغيلها السنوية على 1.25%، ولابد من أن نحذرك مسبقًا من أن بعض هذه الصناديق الاستثمارية تفرض رسوم استرداد قصيرة الأجل، لتثبيطك عن بيع سنداتها قبل مرور ثلاثة أشهر على شرائك إياها.

النهاية المأساوية للمضارب

لقد رأينا في الفصل الأول كيف أن التداول اليومي - أي حيازة الأسهم لبضع ساعات ثم الإقدام على بيعها - هو أفضل سلاح يمكن استخدامه للانتحار المالي؛ فقد يحقق لك بعض من عمليات التداول بعض الأرباح ولكن سوف تخسر معظمها، ولكن الرابح الوحيد في جميع الأحوال هو سمسارك.

قد يؤدي تعطشك للمضاربة بالأسهم إلى تدني قيمة عائدك منها؛ فقد يضطرك شغفك لحيازة سهم ما لأن تقبل بسهولة بزيادة عشرة سنتات على سعره المتداول. إن هذه التكلفة الإضافية، والتي يطلق عليها اسم "تأثير السوق"، لن تظهر أبدًا في بيان السمسرة الخاص بك، ومع ذلك فهي حقيقة واقعة. فإذا بلغ بك ميلك لشراء ألف سهم بزيادة خمسة سنتات على متوسط سعره في السوق، فقد كلفت نفسك للتو تكلفة حقيقية غير مرئية تبلغ خمسين دولارًا. من ناحية أخرى، عندما يهرع المستثمرون المذعورون لبيع سهم بأقل من سعره الراهن، يعاود تأثير السوق في الظهور من جديد.

إن تكاليف التداول تمحو عوائدك كلها كما يمحو ماء

البحر الرسوم فوق الرمال. إن بيع أو شراء سهم رائج قد يكلفك ما تتراوح قيمته ما بين2% و 4% (أو ربما 4% إلى 8% في جولة واحدة بيعًا وشراءً) 120 . فإذا اشتريت أسهما بألف دولار لهذا الغرض فإن تكاليف التداول تلتهم ما لا يقل عن 40 دولارًا من هذا المبلغ حتى قبل أن تبدأ، فإذا ما قمت ببيعه، فسوف تتحمل تكاليف تداول أخرى إضافية تصل إلى 4%.

120 أفضل المصادر التي تحدثت عن نفقات السمسرة، هي مجموعة بليكسوس plexus من سانتا مونيكا بولاية كاليفورنيا، وموقعها هو www.plexusgroup.com . ولهذه المجموعة حججها المنطقية، والتي تتمثل في أن أغلب نفقات السمسرة تتوارى عن العيون كما يختفي أغلب جبل الثلج تحت الماء مما يضلل المستثمرين ويقودهم إلى اعتقاد أن نفقات التداول تافهة إذا تدنت عمولة السمسرة. وللعلم، تفوق نفقات تداول أسهم مؤشر ناسداك كثيرًا نفقات المضاربة بالأسهم المدرجة في مؤشر "نيسي ".

حسنًا، هناك أمر آخر لابد من ذكره، وهو عندما تقوم بالتداول بدلًا من الاستثمار، فأنت حينئذ تحول الأرباح طويلة الأجل (التي يفرض عليها أقصى سعر ضريبي للأرباح الرأسمالية الذي يصل 20%) إلى دخل عادي (يخضع لأقصى سعر ضريبي يبلغ 38.6%).

عليك إذن أن تضع كل ذلك في الحسبان، واعلم أن متداول السهم يحتاج إلى تحقيق ربح لا يقل عن 10% فقط ليغطي به نفقات البيع والشراء 121 . إن بوسع أي

شخص منا فعل ذلك مرة واحدة بضربة حظ، ولكن تكرار المحاولة لتبرير الهواجس التي ستنتابه والكوابيس التي ستراوده وتسبب الاكتئاب ضرب من ضروب المستحيل.

121 ما زال هناك المزيد من حقائق الواقع المريرة، طالما أغفلنا حساب ضرائب الدخل التي تفرضها الولاية في المثال الذي أوردناه.

لقد حاول آلاف الناس أن يفعلوا ذلك من قبل وكانت العاقبة جلية: كلما أقدمت على المضاربة، قل ما استبقته يداك.

لقد درس أستاذا المالية "براد باربر"، و "تيرانس أودين" من جامعة كاليفورنيا، سجلات التداول الخاصة بما يزيد على66000 عميل من عملاء إحدى كبرى شركات السمسرة بالخصم. ووجدا أن هؤلاء العملاء قد أجروا ما يزيد على مليون وتسعمائة ألف عملية تداول ما بين عامي 1991 و1996. ووجدا أنه قبل أن تلتهم تكاليف التداول عائداتهم، استطاع الأفراد الذين شملتهم الدراسة استباق السوق بمتوسط 0.5% على الأقل سنويًا. أما بعد خصم نفقات التداول فقد وجدا أن أنشط هؤلاء المتداولين الذين قاموا بتغيير20% مما في حيازتهم من أسهم شهريًا قد تحولوا من استباق السوق إلى التخلف عنه بـ 6.4 % نقطة سنويًا. أما أكثر المستثمرين صبرًا، والذين لم تتجاوز تداولاتهم 0.2% مما في حيازتهم من أسهم شهريًا، فقد نجحوا في استباق السوق بنسبة ضئيلة وذلك بعد اقتطاع نفقات

التـداول. لقـد كـان حـريًّا بهؤلاء الاحتفاظ بكل شيء لأنفسهم بدلًا من بعثرته على السماسرة وعلى مصلحة الضرائب الأمريكية 122 (انظر الشكل 6- 1 لتتعرف على النتائج).

122 لك أن تطلع على ما توصل إليه كل من " باربر"، و "أوديـــــن" علـــى المــوقع التـــالي http://faculty. haas.berkeley.edu/odean/ Current%20research.htm وكـــــــــــذلك http://faculty.gsm .ucdavis.edu/~bmbarber/ research/default.htm . ولقـد توصـلت العـديد مـن الدراسـات الأخـرى، لوقوع العديد من أساتذة المالية والمديرين في الخطأ نفسه، فلا يقتصر الأمر إذن على أفراد المستثمرين "السذج".

والعبـرة واضـحة: لا تقـدم علـى فعـل أي شـيء، فقط انتظر. فقد آن الأوان لكي يعترف الجميع بأن مصطلح "المسـتثمر علـى الأجـل الطويـل" ليس أكثـر من مجـرد إطنـاب. وأن المسـتثمر على الأجـل الطويـل هـو النـوع الوحيد من المستثمرين الذي لا نوع غيره. أما الشخص الذي لا يسعه الاحتفاظ بسهم ما إلا لبضعة أشهر قليلة فقط فعاقبته هي الخسارة لا المكسب.

الطائر الذي يصحو مبكرًا يحصل على الدودة

من بين شعارات تحقيق الثراء السريع التي سممت عقل عامة المستثمرين في التسعينيات وكانت أكثر الأفكار فتكًا هي فكرة إمكانية الوصول إلى الثروة من خلال شراء الأسهم التي يتم طرحها للاكتتاب العام المبدئي.

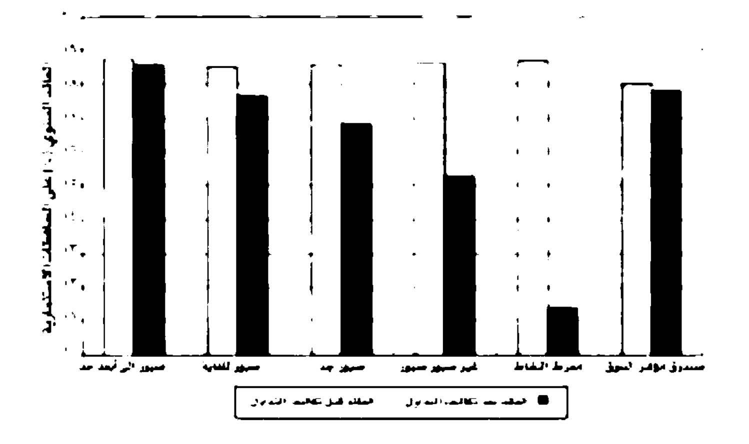
إن الاكتتاب العام المبدئي هو "الطرح العام المبدئي" بمعنى بيع سهم إحدى الشركات للعامة لأول مرة. قد يبدو للوهلة الأولى أن الاستثمار في "الطرح العام المبدئي" فكرة جيدة، ولِمَ لا؟، فلو كنت قد ابتعت أسهم مايكروسوفت في طرحها الأول بالثالث عشر من مارس 1986، بقيمة 2100 دولار، لكان استثمارك هذا تنامى ليصل إلى 720000 دولار في أول عام 2003 123 . كما بين أستاذا المالية "جاي ريتر"، و"ويليام شويرت" أنك إن استثمرت ما مقداره 1000 دولار في كل سهم طرح للمرة الأولى في يناير عام 1960، بسعر الطرح المبدئي، ثم بعته بنهاية هذا الشهر ثم عاودت الاستثمار في بداية كل شهر في أسهم الشركات حديثة الطرح فإن قيمة حافظتك الاستثمارية سوف تتضاعف إلى 533 دسيليون دولار بنهاية عام 2001.

123 نحيلك لموقع /www.microsoft.com /msft stock.htm "نتائج استثمارات IPO ".

(أي أن تبلغ قيمة محفظتك الاستثمارية الرقم التالي بالدولار: خمسمائة وثلاثة وثلاثين دسيليونًا)

(الشكل 6 - 1)

كلما أسرعت في الركض أصبحت في المؤخرة



قام الباحثان " براد باربر" و " تيرانس أودين" بتقسيم آلاف المتـداولين إلـى خمسة أنواع اعتمادًا على عدد المرات التـي كـانوا يغيرون بها حيازتهم من الأسهم. هـؤلاء الـذين كانوا يقومون بأقل عـدد من التداولات (علـى اليسـار) كـانوا يحتفظـون بمعظم مكاسبهم. أما المتـداولون غـير الصـبورين ومفـرطو النشـاط فكـانوا يحفظـون لسـماسرتهم الشـراء ولـيس لأنفسـهم (يشـير العمـودان بأقصـى اليـمين إلـى صندوق مؤشر الأسـهم المقارنة) .

المصدر: البروفيسور " براد باربر" من جامعة كاليفورنيا في "دافيس" وبروفيسور " تيرانيس أودين "من جامعة كاليفورنيا في "بيركلي".

لكن للأسف في مقابل كل سهم رابح حديث الطرح مثل مايكروسوفت، هناك آلاف من الأسهم الخاسرة. يقول عالما النفس "دانييل كانيرمان" و "آموس فيرسكي"، إن البشر عندما يقدرون احتمال حدوث أو تكرار حدوث واقعة ما فإنهم لا يفعلون ذلك استنادًا إلى عدد تكرار وقوع الحدث بقدر ما يستندون إلى المدى الذي يمكن

صفحة 1797. أما موقع 2002" *Journal of Finance*
"ريتر " http:// bear.cba.ufl.edu/ritter ، وموقع "ولش"
فهما كنزان من كنوز /http://welch .com.yale.edu
البيانات المتاحة لكل من له اهتمام بهذه السندات.

ربما ليس ثمة سهم يجسد حلم الثراء كذلك الذي تبيعه السندات سالفة الذكر مثل سهم "في. إيه لينوكس" أو كما كانوا يطلقون عليها "مايكروسوفت الجديدة"، والتي اجتذبت مشتريها الأوائل بشعار "اشتر الآن وتقاعد بعد خمس سنوات" 125 . فلقد طرحت هذه الأسهم للاكتتاب المبدئي العام في التاسع من ديسمبر 1999 بسعر 30 دولارًا للسهم. وكان الطلب على هذه الأسهم حامي الوطيس لدرجة أن مالكي هذه الأسهم رفضوا بيعها حين فتح مؤشر ناسداك ذاك اليوم حتى وصل سعر السهم 299دولارًا. ثم بلغ السهم أعلى سعر له عند 320 دولارًا عاد بعدها ليغلق على 239.25 دولار، ثم عاود الارتفاع ليصل إلى 697.5% خلال يوم واحد فقط . لكن هذه المكاسب كلها كانت لحفنة من المؤسسات التي تتداول الأسهم، أما أفراد المستثمرين، فقد خرجوا تمامًا من الصورة.

125 وهي الرسالة رقم 9، والتي خطها شخص باسم مستعار هو Goldfingers69 على لوحة شركة "لينوكس" لاستقبال الرسائل على موقع messages.yahoo.com بتاريخ السادس عشر من ديسمبر 1999.

هناك نقطة أخرى أكثر أهمية، وهي أن شراء هذه السندات فكرة سيئة لأنها تنتهك واحدة من أهم قواعد

"جراهام" انتهاكًا صارخًا، وهي: بغض النظر عن عدد الذين يرغبون في شراء سهم ما من الأسهم، إياك أن تشتري إلا إذا كان السهم وسيلة رخيصة لامتلاك مشروع ترغب في امتلاكه. لقد بلغت قيمة أسهم "في إيه لينوكس" في أول أيام بلوغها إلى الذروة إلى 12.7 مليار دولار. لكن السؤال المطروح هنا هو ما قيمة نشاط الشركة؟ لقد بلغ الإجمالي التراكمي لمبيعات برامج وخدمات الشركة 44 مليون دولار في أقل من خمس سنوات، لكنها خسرت في تلك الأثناء 25 مليون دولار. وكان حجم مبيعاتها في الربع الأخير من السنة المالية 15 مليون دولار، لكنها خسرت ما قيمته 10 ملايين دولار أيضًا. إذن كانت هذه الشركة تخسر 70 سنتًا من كل دولار تحصل عليه. وبهذا تجاوز عجز "لينوكس" المتراكم (مقدار العجز هو المقدار الذي تتجاوز به نفقات أية شركة إيراداتها) 30 مليون دولار.

فلو فرضنا أن في إيه لينوكس كانت شركة خاصة يمتلكها جارك الملاصق لك، والذي حادثك عبر السور سائلًا إياك عما يمكن أن تدفعه له في مقابل الحصول على شركته الصغيرة بمشاكلها، أكنت تجيبه بـ "حسنًا....، يبدو أن مبلغ 12.7 مليار دولار مقبول بالنسبة لي"؟، أم كنت ابتسمت بكياسة وعدت لحفلة شوائك متسائلًا، ما الذي كان يدخنه جارك هذا قبل حديثكما؟ اعتمادًا على حكمنا الشخصي، أقول إنه ليس هناك شخص عاقل يقبل شراء شركة تبلغ خسائرها ثلاثة عشر مليارًا، خسرت منها بالفعل 30 مليون دولار.

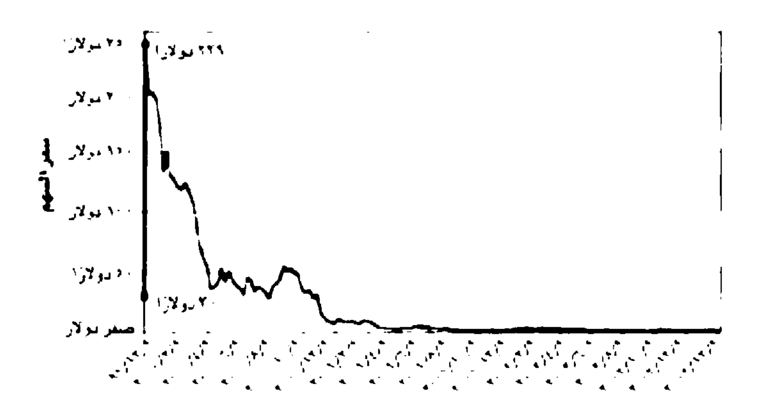
لكننا عندما ننتقل بالحديث عن الشركة من النطاق

الخاص إلى النطاق العام حين يصبح التقييم فجأة عبارة عن سباق على الشعبية، نجد أن سعر سهم هذه الشركة قد أضحى أهم كثيرًا من القيمة الحقيقية للنشاط الذي يمثله. وما دام هناك من هو على استعداد لدفع سعر أعلى من سعرك مقابل سهم الشركة فليست هناك أية أهمية لقيمة النشاط.

وإليك هذا الشكل الذي يبين هذه الأهمية.

الشكل 6-2

أسطورة شركة في إيه لينوكس



المصادر: شركة في إيه لينوكس سيستمز المحدودة
www.morningstar.com

خلاصة القول: إنه بعد الارتفاع الصاروخي للسهم في أول أيام تداوله هبط السعر هبوطًا مدويًا. وبحلول التاسع من ديسمبر 2002، أي بعد ثلاث سنوات من اليوم الذي بلغ فيه سعر هذا السهم 239.50 دولار، أغلق سعر سهم في إيه لينوكس عند 1.19 دولار للدولار.

على المستثمر الذكي بعد دراسة الدلائل دراسة متأنية، أن يخلص إلى أن أسهم "الطرح المبدئي العام" يمكن وصفها بأربع عبارات:

قد تبلغ أسعارها حد الخيال،

لكنَّ أرباحها هي الأخرى خيال،

ولا ينالها سوى المقربين،

بينما تتبدد أحلام الحمقى الغاضبين.

الفصل 7

سياسة الحافظة الاستثمارية للمستثمر المغامر: الجانب الإيجابي

يبذل المستثمر المغامر كما يشير اسمه قدرًا وافيًا من انتباهه وجهده لتحقيق عوائد استثمارية غير تقليدية. ولقد سبق أن طرحنا خلال مناقشتنا للسياسة العامة للاستثمار، بعض اقتراحات عن عمليات الاستثمار في السندات الموجهة أساسًا للمستثمر المغامر الذي قد يكون مهتمًّا ببعض الفرص الخاصة من النوع التالي:

(1) سندات الإسكان الجديد المعفاة من الضرائب، والتي تضمنها حكومة الولايات المتحدة.

(2) سندات المجتمعات الجديدة ذات العائد المرتفع، الخاضعة للضريبة والتي تضمنها حكومة الولايات المتحدة أيضًا.

(3) السندات الصناعية المعفاة من الضرائب التي تدعمها مبالغ الإيجار التي تدفعها الشركات الكبرى.

لقد سبق أن تناولنا هذه الفئات غير الشائعة من إصدارات السندات في الفصل الرابع 126 .

126 وكما أشرنا في حاشية صفحة 112، لم يعد يتم إصدار سندات الإسكان الجديد ولا سندات المجتمعات الجديدة.

من ناحية أخرى، قد يكون هناك سندات ذات جودة أقل يمكن شراؤها بأسعار منخفضة مما يمثل صفقة رابحة. لكن مثل هذه الفرص تنتمي لما يمكن تسميته بـ "موقف خـاص"؛ وذلـك عندما تتلاشى الخطوط الفاصلة بين السندات والأسهم العادية 127 .

127 أصبح يطلق على "السندات متدنية الجودة" التي تدخل ضمن إطار "الموقف الخاص" سندات الإعسار أو السـندات الاضـطرارية. وعنـدما تفلـس شـركة مـا، أو تشرف على الإفلاس تصبح أسهمها العادية بلا قيمة طالما أن قانون إشهار الإفلاس الأمريكي يوفر لحملة السندات موقفًا قانونيًا أقوى للمطالبة بحقوقهم أكثر من حملة الأسهم، ولكن إذا نجحت الشركة في إعادة هيكلة نفسـها وتغلبـت علـى مشـكلة الإفـلاس يحصـل حملـة السندات على سهم في الشركة الجديدة وسرعان ما يتم استعادة قيمة السند عادة عندما تصبح الشركة قادرة على دفع الفوائد من جديد. وهكذا تصبح سندات شركة تعاني المشكلات مثل الأسهم العادية لشركة قوية وفي مثل هذه الظروف الخاصة على حد تعبير "جراهام": " تتلاشى الحدود الفاصلة بين السندات والأسهم العادية".

التعاملات التي تتم في الأسهم العادية

يمكننا تصنيف الأنشطة التي تعد من الخصائص المميزة للمستثمر المغامر، في الفئات التالية:

1 - 1. الشراء في أثناء اتجاه السوق نحو الهبوط والبيع عند اتجاهه نحو الصعود.

2 - 2. شراء "أسهم النمو" التي يتم اختيارها بعناية.

3 - 3. شراء أوراق مالية مخفضة السعر من مختلف الفئات.

4 - 4. الشراء في ظل توافر "المواقف الخاصة".

السياسة العامة للسوق: توقيت استخدام صيغة المناصفة

لقد أجلنا للفصل التالي مناقشة إمكانية دخول السوق في أوقات تعثره والقيام بعمليات البيع في أثناء المراحل المتقدمة من فترة الازدهار والقيود المفروضة على ذلك. لقد كانت هذه الفكرة تبدو بسيطة ومجدية لعدة سنوات في الماضي، على الأقل بعد الفحص الأولي للرسم البياني للسوق التي تغطي تقلباته الدورية. وللأسف لقد أقررنا أن سلوك السوق في التعامل مع هذه المعاملات لم يعتمد على أي أسس حسابية طوال الأعوام العشرين الماضية. كما تطلبت التقلبات التي طرأت على السوق، رغم أن حجمها كان تافهًا، وجود موهبة خاصة أو "حس" مرهف إزاء عمليات التداول للاستفادة منها. لكن هذا يختلف تمامًا عن الذكاء الذي نفترضه في قرائنا، كما أننا سنتغاضى عن المعاملات التي تجري بناءً على مثل هذه المهارات الاستثنائية.

لقد مثلت خطة المناصفة بين الأسهم والسندات التي أوصينا بها المستثمر المتحفظ من قبل وتناولناها بالتفصيل سابقًا، أفضل صيغة خاصة أو تلقائية يمكن أن نزكيها لجميع المستثمرين في ظل الظروف التي

بين الحد الأدنى الذي يقدر بـ 25% والحد الأقصى الذي يقـدر بــ 75 % فـي الأسـهم العاديـة التـي نسـمح بـها للمســتثمرين الـذين لـديهم قنـاعات قويـة بخصـوص خطـورة المسـتوى العـام للسـوق أو جاذبيتـه. لقد كان ممكنًا منذ عشرين عامًا مضت مناقشة عدد من الصيغ المحددة لتنويع نسب الأسهم العادية مناقشة تفصيلية تنبع من الثقة التامة بأن لتلك الخطط فائدة عملية. لكن الآن فات أوان ذلك ولم تعد هناك جدوى منذ عام 1949 وراء محاولة تحديد مستويات جديدة للبيع والشراء بعيدًا عن أنماط السوق. وتلك فترة أقصر من أن تجعل منها مؤشرًا للمستقبل 128 .

128 تمعـن فيمـا يقولـه "جراهـام" هنـا؛ إذ تعـد الفتـرة الفاصلة ما بين عام 1949 وبين الوقت الذي كتب فيه هـذا (وهـو عـام 1972) وهـي فتـرة تزيـد علـى اثنـين وعشـــرين عـــاما أقصـــر مـــن أن تســـتخلص منـــها الاستنتاجات. ورغم براعته التامة في علم الرياضيات، لـم ينـس "جراهـام" قط أن الاستنتاجات الموضوعية تحتاج إلى عينات طويلة الأمد وقدر هائل من البيانات. أمـا دعـاة الترويج لأسهم "أثبت الزمن تفوقها"، فإنما يعتمدون في استنتاجاتهم على فترة زمنية أقصر مما يقبلها "جراهام" (غالبًا ما يضع "جراهام" فترة نصف قرن كفترة مقبولة لتحليل البيانات السابقة).

أسلوب الاستثمار في أسهم النمو

يسعى كل مستثمر لحيازة أسهم الشركات التي تبلي بلاء حسنًا أكثر من غيرها خلال عدة سنوات. ويمكن

تعريف سهم النمو على أنه السهم الذي ارتفعت قيمته ولا يزال من المتوقع أن تظل هكذا في المستقبل. ولهذا بدا من المنطقي أن يركز المستثمر على اختيار هذه الفئة من الأسهم. لكن الأمر أشد تعقيدًا من ذلك كما سنحاول أن نبين للقارئ فيما بعد.

لا يعدو أمر تحديد الشركات التي تفوقت على أقرانها في الماضي عملًا إحصائيًّا روتينيًّا؛ حيث يمكن للمستثمر أن يحصل على قائمة تضم خمسين أو مائة من تلك الشركات من سمساره 129 . ولكن إذا كان الأمر هكذا، فلِمَ لا يقوم المستثمر بانتقاء 15 أو 20 سهمًا من أفضل تلك الشركات فحسب، ليضمن بذلك تكوين حافظة استثمارية ناجحة؟

129 بوسع المستثمر المغامر في يومنا هذا تجميع مثل هذه القائمة من خلال شبكة الإنترنت، وذلك بزيارته للمواقع التالية www.morningstar.com (ولتحاول تجربة أداة تصنيف الأسهم Stock Quickrank)، وموقع www.quicken.com/investments/stocks/search/ full ، و http://yahoo.marketguide.com

والجواب هو أن هناك مأخذين على هذه الفكرة. أولهما أن الأسهم العادية ذات السجل التاريخي المشرف، والتوقعات الجيدة تباع في المقابل بأسعار مرتفعة؛ لذلك قد يكون المستثمر محقًّا في حكمه على السهم، لكنه لن يكون من الحكمة شراء هذا السهم بثمن يفوق ما يستحقه. أما المأخذ الآخر فهو احتمال ظهور خطئه في الحكم على مستقبل السهم. فليس من عادة الأسهم

أن تظل قيمتها في ارتفاع دائم؛ إذ إن توسعها الزائد قد يجعل من قدرتها على تكرار إنجازاتها السابقة أمرًا عسيرًا؛ لذلك عند نقطة معينة سوف يظل منحنى نموها ثابتًا، بل في العديد من الحالات قد يتجه نحو الهبوط.

ومن الأمور الواضحة التي لا لبس فيها أنه إذا حصر المرء نفسه في بضعة أسهم مختارة اعتمادًا على رأيه التبديري عندئذ يمكنه أن يبرهن على أن التعامل مع أسهم النمو يفضي إلى تكوين الثروة حتمًا (أو فقدها حتمًا). فكيف للمرء أن يتوصل لحكم عادل على ما تشير إليه هذه الأمثلة من نتائج كلية؟ وجوابنا هو أن الاستنتاج المنطقي في هذا الصدد إنما يتأتى من دراسة نتائج ما حققته صناديق الاستثمار المتخصصة في أسلوب التعامل مع أسهم النمو. إن دليل "الشركات الاستثمارية" المعتمد، أو *Investment Companies* والذي تنشره شركة آرثر وزينبرجر آند كومباني الأعضاء في بورصة نيويورك يرصد الأداء السنوي لمائة وعشرين من هذه الصناديق خلال عدة سنوات. ومن بين تلك الصناديق، خمسة وأربعون صندوقًا غطى الدليل نشاطها طوال فترة عشر سنوات أو أكثر. ولقد بلغ معدل إجمالي الأرباح التي حققتها هذه الشركات وهي مكاسب لا علاقة لها بحجم الصندوق 108% في المتوسط، طوال العقد الممتد بين عامي 1961 و 1970، مقارنة بـ 105% حققتها شركات مؤشر إس آند بي، و 83% لشركات داو جونز. ولكن في الفترة بين عامي 1969 و 1970 كان أداء أغلب المائة والستة والعشرين صندوقًا أسوأ من أداء المؤشرين السابقين. ولقد توصلنا

إلى هذه النتائج نفسها في الدراسات التي قمنا بها في وقت سابق. والنتيجة التي نخلص إليها هنا هي أنه ليس ثمة ثمار مذهلة يمكن نيلها عن طريق تنويع الاستثمار في شركات النمو، وذلك بالمقارنة بالأسهم العادية بصورة عامة 130 .

130 طوال فترة عشر سنوات انتهت في 31 ديسمبر 2002، بلغ معدل الربح السنوي للصناديق المتعاملة في أسهم النمو، وهي نظير اليوم لما يسميه "جراهام": "صناديق النمو"، 5.6%، وهو معدل يتدنى عن المعدل الإجمالي لسوق الأسهم بـ 3.7 نقطة سنويًّا. كما تدنى ربح صناديق "القيمة الضخمة" التي أقامت استثماراتها في أسهم الشركات الكبرى معقولة السعر والتي تدنى مستوى أدائها عن مستوى أداء السوق خلال الفترة نفسها (بنقطة كاملة سنويًّا). فهل تكمن المشكلة فقط في افتقار صناديق النمو إلى القدرة على انتقاء الأسهم التي ستتجاوز متوسط أداء السوق في المستقبل؟ أم أن المشكلة هي تجاوز تكاليف إدارة الصناديق الاستثمارية العادية (سواء تعاملت في أسهم النمو أو أسهم الشركات الكبرى) لأية عوائد زائدة يمكن لمديريها الحصول عليها من خلال اختيارهم لتلك الأسهم؟ بأية حال، قم بزيارة الموقع التالي للاطلاع على تصنيف الأداء الخاص بتلك الصناديق www.morningstar.com واذهب إلى موضع عوائد كل صنف منها " Category Returns ". ولإطلالة بسيطة على مستوى الأداء المثمر والممكن لكل أسلوب من أساليب الاستثمار المختلفة أن يبلغه قم بزيارة الموقع التالي /www.callan.com

resource/periodic-table/ pertable.pdf

وليس ثمة سبب إطلاقًا يدعو للاعتقاد بقدرة المستثمر الفرد (عادي الذكاء)، وإن كرس المزيد من جهده، على تحقيق نتائج أفضل خلال السنوات الفاصلة منذ شراء أسـهم النمـو ممـا حققتـه الشـركات الاسـتثمارية المتخصصة في هذا المجال. ولا مراء في أن تلك المؤسسات، تمتلك عددًا أكبر من العقول المفكرة وتتوافر لديها تسهيلات أكبر لإجراء الأبحاث عما هو متاح أمامك. وبالتالي ننصح المستثمر المغامر بالإحجام عن مثل هذا النوع من الاستثمار 131 ؛ ففي هذا الموضع تستشف الاحتمالات الجيدة في السوق، وهي مؤشرات تنعكس بالفعل في النسبة الحالية للسعر إلى الأرباح والتي تكون أعلى عشرين مرة. (وإننا لنحدد للمستثمر المتحفظ حدًّا أقصى لسعر الشراء لا ينبغي أن يتجاوز ضعف الأرباح التي تحققت خلال السنوات السبع السابقة وهو خمس وعشرون. ويكون المعياران متكافئين في أغلب الحالات) 132 .

131 أراد "جراهام" هنا تذكيرك بأن "المستثمر المغامر" ليس هو من يقبل تحمل مخاطر تفوق ما لدى المستثمر العادي من استعداد لتحمله، أو من يشتري " أسهم نمو عالية المخاطرة"، وإنما هو ببساطة ذلك المستثمر الذي يكرس وقتًا إضافيًا ويبذل جهدًا أكبر من أجل إجراء الأبحاث اللازمة لتكوين حافظته الاستثمارية.

132 لاحظ إصرار "جراهام" على حساب نسبة (السعر إلى الأرباح) على ضوء متوسط الأرباح التي تحققت

خلال عدة سنوات؛ فبهذه الطريقة، يتم تقليل احتمال المبالغة في تقدير قيمة شركة نتيجة لارتفاع مؤقت في معدل ربحيتها؛ فلنفرض مثلًا أن هناك شركة بلغت أرباحها 3 دولارات على كل سهم خلال 12 شهرًا، لكنها في الوقت ذاته كانت قد حققت ربحًا لم يتجاوز الخمسين سنتًا على كل سهم طوال السنوات الست التي سبقت تلك الشهور، فأي الرقمين الثلاثة دولارات الاستثنائية، أم الخمسين سنتًا المتكررة هو الذي يعتد به كمؤشر لمدى حفاظ الشركة على اتجاه ثابت؟ فإذا كانت نسبة الأرباح التي تحققت تفوق السعر الذي يصل إلى ثلاثة دولارات بخمس وعشرين مرة فإن ذلك كفيل بأن يجعل سعر السهم هو 75 دولارًا، أما من الناحية الأخرى فإن متوسط الأرباح التي تحققت طوال السنوات السبع الماضية الذي يفوق السعر بخمس وعشرين مرة، فقط (6 دولارات لإجمالي الأرباح مقسوم على سبعة 85.7 سنت للسهم في متوسط قيمة الأرباح السنوية) عندئذ يصل سعر السهم إلى 21.43 دولار فقط. إن الرقم الذي يقع عليه اختيارك سوف يحدث اختلافًا هائلًا. وأخيرًا، من الجدير ملاحظة أن الأسلوب المفضل اليوم في وول ستريت والمتمثل في احتساب نسبة (السعر إلى الأرباح) بناءً على أرباح السنة القادمة كان سيعد بمثابة كارثة في نظر "جراهام". إذ كيف يمكنك تقييم شركة ما على ضوء أرباح لم تتحقق بعد؟ إن هذا سيشبه تسعير منزل ما في ضوء إشاعة تقول "سندريللا" ستشيد قلعتها الجديدة بجواره.

إن الشيء المذهل في هذه الأسهم هو التقلبات الحادة

التي تطرأ على سعرها السوقي. وينطبق هذا الأمر على الشركات الكبرى وعلى الشركات ذات التاريخ العريق كشركة جنرال إليكتريك وآي بي إم كما ينطبق أشد ما ينطبق على الشركات الحديثة والصغيرة الناجحة. ويجسد هذا افتراضنا بأن الصفة الأغلب على سوق الأسهم منذ عام 1949 هي ضخ عنصر شديد المضاربة في أسهم الشركات التي حققت نجاحًا باهرًا والذي يجعلها في حد ذاتها مؤهلة للحصول على أعلى درجات التصنيف الاستثماري! (فمركزها الائتماني هو الأفضل، كما أنها تدفع أقل أسعار فائدة على قروضها). وفي حين أنه قد لا يطرأ تغير على المكانة الاستثمارية لهذه الشركات طوال فترة طويلة من الزمن، فإن مقدار ما تمثله أسهمها من خطورة يتوقف على ما سيحدث لها في سوق الأسهم. فكلما ازدادت حماسة الناس لها اشتعالًا، وكلما زادت سرعة تقدمها بالمقارنة بالنمو الفعلي في مكاسبها، مثلت أسهمها خطورة أكبر 133 .

133 ولقد أثبتت الأيام صحة وجهة نظر "جراهام"؛ ففي الحادي والعشرين من سبتمبر 2000، أعلنت شركة إنتل، صانعة رقاقات الحاسب الآلي، توقعها بزيادة في إيراداتها تبلغ 5% في غضون ربع السنة التالي. بدا ذلك جيدًا للوهلة الأولى، فسعادة أية شركة هي في زيادة مبيعاتها بمقدار 5% خلال ثلاثة أشهر. لكن في الوقت ذاته، تدهورت قيمة أسهم إنتل بما يقرب من 22%، محققة خسارة تقارب 91 مليار دولار في يوم واحد. ولكن لماذا؟ لقد توقع خبراء وول ستريت تزايد إيراداتها بما يقارب 10%. وفي حالة مماثلة، أعلنت

شـركة إي إم سـي، وهـي إحـدى الشـركات العاملة في تخزين البيانات، في فبراير من عام 2001 توقعها بتزايد إيراداتها بنسبة 25% على الأقل خلال عام 2001. لكن ظـهرت بعـض مشـاعر الحـذر بين العملاء، وهو ما قد "يؤدي إلى تطويل دورة البيع"، وبسبب ذلك خسرت إي إم سي وبسبب تردد عملائها فيما يقارب 12.8 % من قيمة سهمها في يوم واحد.

الجدول 1-7 متوسط نتائج "صناديق النمو" منذ عام 1961 أ 1970

	مؤشر داو جونز لشركات الصناعة	مؤشر ستاندرد آند بورز المركب	15 صندوقًا يحوي أسماؤها كلمة "النمو"	38 من صناديق النمو الأصغر حجمًا المجموعة (ب)	106 من صناديق النمو الأصغر حجمًا المجموعة (أ)	17 من صناديق النمو الكبيرة
1 سنة 1970	+ 8.7	+ 3.5 %	- 14.2	- 4.7	- 17.7	- 7.5 %
5 سنوات 1966 1970	+ 2.9	+ 16.1	+13.8	+ 23.2	+ 20.3	+ 23.2 %
10 سنوات 1961 1970	+ 83	+ 104.7	+ 97.4	+ 106.7	+ 102.1	+ 121.1 %
1970 توزيعات الأرباح	3.7	3.4	1.7	1.4	1.6	2.3 %

أ تم الحصول على هذه الأرقام من شركة وربرجر للخدمات المالية

ولعل القارئ يتساءل: ألم تتحقق الثروات الضخمة من الأسـهم العاديـة لأولئـك الـذين تمسـكوا بأسهم شـركة جديدة يثقون ثقة عظيمة بمستقبلها، فحافظوا عليها فيما تضاعفت قيمتها إلى مائة ضعف أو أكثر؟ والإجابة هي بلى. لكن الثروات التي أتت من أسهم شركة مفردة، إنمـا هـي ثـروات كـانت لأصحابها علاقة وثيقة بتلك الشركة سواء من خلال وجود علاقة بالموظفين أو من خلال اتصالات عائلية وخلافه وهو ما يبرر وضع أولئك الأشخاص قسمًا كبيرًا من مواردهم المالية في أسهم هذه الشركة أو تلك، ثم تمسكهم بها رغم كل العثرات التي قـد تتعرض لها، ورغم كل الإغراءات التي راودتهم

لبيعها بأسعار مرتفعة طوال هذه السنوات . إن أي مستثمر يفتقر إلى وجود مثل هذه العلاقات الشخصية الوثيقة سوف يجد نفسه يتساءل عما إذا كان قد خصص نسبة أكبر مما ينبغي من أمواله لهذا الوعاء الاستثماري 134 ، كما أن كل تدهور في هذه الأسهم بغض النظر عما إذا كان مؤقتًا، سيمثل مشكلة لأصحاب هذه الثروة؛ كما أنه من الجائز أن تدفعهم الضغوط الخارجية والداخلية للإقدام على ما يبدو لهم صفقة بيع مربحة، لكنها على أية حال صفقة تبعد عن منجم الذهب خطوة واحدة.

134 ونظير هذا اليوم من "المستثمرين أصحاب العلاقات الوثيقة بشركة ما" هم من يطلق عليهم أهل السطوة، كالمدير الأعلى أو مدير الإدارة والذين يتولون إدارة الشركة ويمتلكون في الوقت ذاته قدرًا هائلًا من الأسهم. إن المديرين التنفيذيين أمثال "بيل جيتس" صاحب مايكروسوفت، و "وارن بافيت " صاحب بيركشاير هاثواي، لهم سلطة مباشرة على مقادير الشركة، ويرغب المستثمرون الخارجيون في أن يحتفظ أمثال هؤلاء المديرين التنفيذيين بحصة ضخمة من الأسهم في حوزتهم كاقتراع على الثقة في أداء الشركة. أما سائر المديرين الآخرين وعامة الموظفين، فليس لهم تأثير في سعر أسهم الشركة بما يتخذونه من قرارات فردية، فلا ينبغي لهم وضع شيء سوى النزر اليسير من مواردهم المالية في أسهم الشركة. أما بالنسبة للمستثمر الخارجي، فينطبق عليه الأمر ذاته بغض النظر عن مدى اعتقاده بمعرفته بأحوال الشركة.

ثلاثة مجالات نوصي بها للمستثمر المغامر

من أجل تحقيق نتائج استثمارية فوق العادة خلال سوق طويلة الأمد للمضاربة على الصعود، يجب اتباع سياسة انتقائية أو عملية تتوافر فيها ميزتان: 1. اجتيازها الاختبارات الموضوعية أو المنطقية التي تقيس مدى صحتها؛ 2. اختلافها عن السياسة التي يتبعها أغلب المستثمرين أو المضاربين. إن خبرتنا ودراستنا تجعلنا نزكي اتباع ثلاثة أساليب للاستثمار تنطبق عليها تلك المعايير. وتختلف هذه الأساليب فيما بينها اختلافًا شاسعًا، كما قد يتطلب كل منها نوعًا مختلفًا من المعارف والطباع ممن يحاول تطبيقها.

الشركات الكبرى قليلة الشعبية

إذا افترضنا أنه من عادة السوق المبالغة في قيمة الأسهم العادية التي أظهرت نموًّا ممتازًا، أو صارت مرموقة لسبب ما أو لآخر، فمن المنطقي أن نتوقع تقليله من قيمة أسهم الشركات قليلة الشعبية، لما شهدته من تطورات غير مرضية ولو لفترة مؤقتة. قد يعد ذلك بمثابة أحد القوانين الأساسية في سوق الأسهم، وهو قانون يوحي لنا بأسلوب استثماري متحفظ وواعد في الوقت نفسه.

يتمثل الشرط الأساسي هنا في تركيز المستثمر المغامر على الشركات الكبرى التي تمر بفترة تدهور في شعبيتها. وفي الوقت الذي قد تتعرض فيه الشركات الصغيرة هي الأخرى للانتقاص من قيمة أسهمها لذات

الأسباب، على الرغم من أنها في العديد من الحالات قد نجحت في زيادة أرباحها وسعر أسهمها فيما بعد، فإنها تنطوي على احتمال التعرض للخسارة والإهمال المستمر من جانب السوق على الرغم من زيادة أرباحها. وهكذا تتمتع الشركات الكبرى بميزة مزدوجة على غيرها من الشركات الأخرى، أولًا، لتوافر الموارد سواء المالية أو البشرية الكفيلة بجعلها تجتاز العثرات ومعاودة تحقيق الأرباح المقبولة. وثانيًا، احتمال تجاوب السوق بسرعة معقولة لأي تحسن ولو كان بسيطًا في أداء هذه الشركات.

وتتجلى صحة هذه الفروض من خلال دراسة السلوك السعري لأسهم داو جونز غير الرائجة؛ فمن المفترض أنه تتم إقامة استثمارات سنوية في الشركات الست أو العشر التي تبيع أسهمها بأقل مُضاعِفٍ لأرباحها الحالية أو أرباحها خلال العام الماضي. وهي أسهم أقل ما توصف بأنها "أرخص" أسهم مؤشر داو جونز، ومما لا شك فيه أن انخفاض السعر كان بمثابة انعكاس لشعبيتها المتدنية نسبيًا بين المستثمرين أو المتداولين. ومن المفترض أيضًا أن تلك الأسهم قد بيعت في نهاية فترة الحيازة التي تراوحت ما بين عام وخمسة أعوام. وقد تمت مقارنة نتائج تلك الاستثمارات مع النتائج التي أظهرها مؤشر داو جونز ككل، أو مع الشركات التي حققت أعلى مضاعفٍ ربحي (بمعنى آخر، مع الشركات ذات الشعبية الكبيرة).

وتغطي البيانات التفصيلية التي توافرت لنا نتائج المشتريات السنوية طوال الأعوام الثلاثة والخمسين

الماضية. وخلال الفترة ما بين عامي 1917، و 1933 ثبت عدم جدوى هذا الأسلوب. ولكن مع بداية عام 1933 حقق نتائج باهرة؛ ففي الاختبارات الأربعة والثلاثين التي أجرتها مؤسسة دريكسل آند كومباني (اسمها الآن دريكسل فايرستون 135) على حيازة سنة واحدة لفترة امتدت من عام 1937 وحتى عام 1969 كان أداء هذه الأسهم الرخيصة أسوأ من متوسط داو جونز في ثلاثة من تلك الأمثلة فقط، بينما كانت النتائج مماثلة في ست حالات، وكان من الواضح أن أداء تلك الأسهم الرخيصة تفوق على أداء المؤشر طوال خمسة وعشرين عامًا. ويوضح الجدول (7 -2) الأداء المتفوق والمستمر للأسهم ذات المضاعف الأدنى، وذلك من خلال متوسط نتائج الفترات المتعاقبة التي تمتد كل منها خمس سنوات، مقارنة بنتائج داو جونز وكذلك بنتائج الشركات ذات مضاعف الربحية الأعلى فيه.

135 كان دريكسل فايرستون مصرفًا استثماريًّا في فيلادلفيا، تم دمجه عام 1973 مع بيرنهام آند كومباني، وأضحى مؤخرًا دريكسل بيرنهام لامبيرت، وقد اشتهر بتمويله للسندات الرديئة في أثناء عمليات الاستحواذ التي ازدهرت خلال فترة الثمانينيات.

جدول 7-2 متوسط النسب السنوية للربح أو الخسارة لإصدارات الأسهم التي تم اختبارها منذ عام 1937 - 1969

المدة	10 أسهم ذات مضاعف أدنى	10 أسهم ذات مضاعف أعلى	30 سهمًا في مؤشر داو جونز الصناعي
1942 1937	2.2 -	10 -	6.3 -
1947 1943	17.3	8.3	14.9
1952 1948	16.4	4.6	9.9
1957 1953	20.9	10	13.7
1962 1958	10.2	3.3 -	3.6
1963 -1969 (8 سنوات)	8.0	4.6	4.0

وتظهر حسابات دراسة دريكسل أن استثمارًا مبدئيًا تبلغ

قيمته 10000 دولار في الأسهم ذات مضاعف الربحية الأدنى في عام 1936 يستبدل سنويًا طبقًا لأصل المبلغ المستثمر، كان سيتضاعف ليصل إلى 66.900 دولار بحلول عام 1962. كما تظهر الدراسة أنه لو تم وضع تلك الاستثمارات في الأسهم ذات مضاعف الربحية الأعلى لوصلت قيمتها إلى 25300 دولار فقط، وإذا وزع المبلغ على الأسهم الثلاثين جميعًا لوصل إلى 44000 دولار 136 .

136 يطلق اليوم على إستراتيجية ابتياع أبخس أسهم داو جونز الصناعية سعر اسمي رمزي هو "عشرة من أسهم مؤشر داو الصناعية ذات أعلى عائد". وللمزيد من المعلومات حول "أسهم داو العشرة" عليك بزيارة موقع www.djindexes.com/jsp/dow510faq.jsp .

إن مفهوم شراء أسهم "الشركات الكبرى التي لا تتمتع بالشعبية" وتطبيقه العملي على أساس جماعي كما هو موضح بعاليه بسيط للغاية. ومع هذا لابد عند تناولنا للشركات الفردية، أن نأخذ في حسباننا في بعض الأحيان عنصرًا خاصًا له أهمية متناقضة؛ حيث تعمد الشركات التي تغلب سمة المضاربة على معاملاتها نظرًا لتفاوت أرباحها إلى بيع كل منها بسعر مرتفع نسبيًا ومضاعف ربحية متدنٍّ نسبيًا خلال السنوات السمان، في حين تقوم بالبيع بأسعار متدنية ومضاعف ربحية مرتفع خلال السنوات العجاف. ويوضح الجدول (7- 3) الذي يغطي تقلبات شركة كرايسلر هذه العلاقات. وفي تلك الحالات يساور السوق شعور بالشك في استمرار هذه الأرباح المرتفعة غير العادية بحيث يقوم بتقييمها

بشكل متحفظ والعكس صحيح عندما تنخفض الأرباح أو تنعدم تمامًا. (ولاحظ أنه طبقًا للمعادلات الرياضية، عندما لا تحقق شركة ما أية أرباح لابد أن تباع أسهمها عند مضاعف عالٍ لهذه الأرباح الضئيلة).

لقد كانت شركة كرايسلر بمثابة استثناء عن أقرانها من الشركات الرائدة المدرجة في مؤشر داو جونز، وبالتالي لم تؤثر في حسابات مضاعف الربحية المتدني. وإنه لمن الأيسر عدم ضم هذه الأسهم الاستثنائية لقائمة الشركات ذات مضاعف الربحية المتدني، بأن يكون سعر الأسهم هو الآخر متدنيًا بالمقارنة بمتوسط الأرباح السابقة أو بواسطة أي اختبار آخر مماثل.

الجدول 7-3 الأسعار والأرباح لشركة "كرايسلر" منذ 1952 - 1970

السنة	ربحية السهم	السعر المرتفع أو المنخفض	نسبة السعر إلى الأرباح
1952	9.04 $	مرتفع 98	10.8
1954	2.13	منخفض 56	26.2
1955	11.49	مرتفع 101.5	8.8
1956	2.29	منخفض 52 في عام 1957	22.9
1957	13.75	مرتفع 82	6.7
1958	3.88 (صافي الخسارة)	منخفض 44 أ	–
1968	24.92 ب	مرتفع 294 ب	11.8
1970	صافي الخسارة	منخفض 65 ب	–

أ السعر المنخفض لعام 1962 كان 37.5

ب تم تعديله بما يتوافق مع تقسيم الأسهم

لقد قمنا في أثناء تنقيح هذه الطبعة باختبار نتائج أسلوب مضاعف ربحية داو جونز المتدني، مع مجموعة من الأسهم التي افترضنا تطبيقه عليها في نهاية عام 1968، ثم أعيد تقييمها في الثلاثين من يونيو عام 1971. ولكن هذه المرة جاءت النتائج مخيبة للآمال تمامًا. إذ أظهرت خسائر حادة للأسهم الستة أو العشرة

ذات مضاعف الربحية الأدنى، وأرباحًا هائلة للأسهم ذات مضاعف الربحية المرتفع. ولكن لا ينبغي لهذا المثال المخيب للآمال أن ينفي صحة استنتاجات قامت على ثلاثين تجربة صحيحة، كما ينبغي أن نعلم أن تداعياته الأخيرة تمنحه ثقلًا خاصًا معادلًا. وربما كان يتحتم على المستثمر المقدام أن يبدأ بفكرة "المضاعف الربحي المتدني"، مع إضافة بعض المعايير الكمية والنوعية الأخرى إلى تلك الفكرة في أثناء تكوينه حافظته الاستثمارية.

شراء الأوراق المالية الرخيصة

نحن نعرف هذه الفئة من الأوراق المالية بأنها الفئة التي تباع، حسب تقييم الخبراء لها، بأسعار أقل من قيمتها الحقيقية. وتشمل هذه الأوراق السندات والأسهم الممتازة التي تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، كما تتضمن الأسهم العادية. ولكي نضرب مثالًا واقعيًا على ذلك دعونا نفترض جدلًا أن الورقة المالية لن تدخل ضمن هذه الفئة ما لم تزد قيمتها على سعر بيعها بـ50% على الأقل. فما الحقائق التي يمكن الاستناد إليها في إدراج ورقة ما ضمن هذه الفئة؟ وكيف تصير ورقة مالية هكذا؟ وكيف للمستثمر تحقيق الأرباح من وراء هذه الفئة؟

هناك اختباران يمكننا من خلالهما اكتشاف سهم عادي ينتمي لهذه الفئة. أما أول هذين الاختبارين فهو أسلوب تثمين الورقة المالية الذي يعتمد على تقدير الأرباح المستقبلية، ومن ثم مضاعفتها بعنصر يكون ملائمًا لهذه

الورقة. فإذا زادت القيمة الناتجة عن ذلك زيادة كبيرة على سعر السوق وكان المستثمر يشعر بالثقة بالأسلوب المستخدم في حساب هذه القيمة عندئذٍ يمكن إدراج الورقة المالية ضمن هذه الفئة. أما الاختبار الثاني فهو قيمة نشاط الشركة من وجهة نظر المالك. ويتم تحديد هذه القيمة في الأساس بناء على المكاسب المتوقعة، وفي هذه الحالة قد تكون النتيجة مطابقة للنتيجة الأولى، ولكن في الاختبار الثاني ينصب الاهتمام على قيمة الأصول المتحققة مع التركيز على صافي الأصول الجارية أو رأس المال العامل بصفة خاصة.

عندما ينخفض مستوى السوق العام تصبح الأسهم العادية طبقًا لتلك المعايير أوراقًا مالية رخيصة (ومثال على ذلك شركة جنرال موتورز، يوم أن بيعت أسهمها بأقل من 30 نقطة سعرية عام 1941 وهو ما يعادل بيعها بخمس نقاط للسهم في عام 1971. وقد بلغت أرباح السهم ما يزيد على 4 دولارات بينما بلغت توزيعات الأسهم 3.50 دولار أو أكثر) وقد تنخفض الأرباح الراهنة ومستوى التقديرات الفورية، ولكن التقدير الحصيف للمستقبل هو الذي سيحدد احتمالات عودة قيمة السهم إلى الارتفاع عن مستواها الحالي مجددًا. وهكذا فإن حكمة التحلي بالشجاعة في أثناء الأسواق المتعثرة لا يبررها صوت العقل فحسب ولكن يبررها أيضًا التطبيق الجيد لأساليب تحليل القيمة.

إن نفس تقلبات السوق التي تحدث باستمرار المرة تلو الأخرى وتسبب تدني أسعار الأوراق المالية، تفسر وجود العديد من الأوراق الفردية الرخيصة على جميع

مستويات السوق. ولكن مما لا شك فيه أن السوق تميل إلى المبالغة في الأمور وتصوير التقلبات العادية على أنها بمثابة انتكاسة كبرى 137 . ؛ لذلك فإن مجرد فتور الاهتمام أو الحماسة أيضًا يسببان انهيار الأسعار انهيارًا بـالغًا. وهكذا نجد أن لدينا مصدرين رئيسيين لهبوط قيمة الأوراق المالية: (1) النتائج الحالية المخيبة للآمال، (2) التجـاهل طويـل الأمـد للورقـة الماليـة أو تنـاقص شعبيتها.

137 أما أضخم هذه المبالغات، فجرت في مايو 1998 مع شركة فايزر؛ حيث أعلنت هيئة الرقابة على الأدوية والأغذية الأمريكية عن وفاة ستة أشخاص ممن تناولوا عقار الفياجرا لمعالجة العجز الجنسي. فتراجعت قيمة أسـهم فـايزر لتخسـر 3.4% فـي يـوم واحـد مـن أيـام التعاملات الكثيفة، ولكن عاودت أسهم فايزر الارتفاع مجددًا بعد أن أشارت الأبحاث إلى عدم وجود ما يبرر القلق من تعاطي العقار، فارتفعت قيمة السهم بمقدار الثلـث خلال السنتين التاليتين. ولقد تناقصت أسهم شركة وارنر لامبرت في أواخر عام 1997 بـ 19% من قيمتـها خلال يوم واحد بعد أن توقفت مبيعاتها من عقار معالجة مرض السكر ليوم واحد فقط في إنجلترا، ثم تضاعفت قيمة السهم خلال ستة أشهر. كما فقدت أسهم شركة "كارنيفال كوربوريشن" للعبَّارات ما قيمته 10%، بعـد إصـابة المسـافرين علـى متن سفن تـديرها شركات أخرى بإسهال حاد وقيء متواصل.

ومع ذلك لا يمكن التعويل على أي من هذين السببين وحدد كمؤشر على نجاح الاستثمار في الأسهم العادية.

ولكن كيف لنا التيقن من أن النتائج المخيبة للآمال حاليًا، إنما هي نتائج مؤقتة؟ الجواب هو أن بوسعنا ضرب بعض الأمثلة الرائعة على ذلك؛ فلقد اشتهرت أسهم الصلب بالتقلب، لذلك يكون بوسع المستثمر الفطن ابتياعها بأبخس الأثمان عندما تتدنى أرباحها ليبيعها بعد ذلك في أثناء ازدهارها محققًا بذلك أرباحًا جيدة. وقد ضربنا لذلك مثالًا لافتًا لشركة كرايسلر كما هو موضح بالجدول (7 - 3).

ولكن إذا كان هذا هو النمط السلوكي القياسي للأسهم التي تتسم أرباحها بالتقلب عندئذٍ يصبح تحقيق الربح في سوق الأسهم أمرًا هينًا وميسورًا للغاية أليس كذلك؟ لسوء الحظ نعم، وبوسعنا الاستشهاد بالعديد من الأمثلة التي لم يتبع فيها تدهور الأرباح أو الأسعار أي انتعاش في أي منهما. أحد تلك الأمثلة هو مثال شركة أناكوندا وإير آند كيبل، والتي ظلت تحقق مكاسب حتى عام 1956؛ حيث بلغ سعر سهمها 85 نقطة سعرية في ذلك العام. ثم أخذت الأرباح تتدهور طوال ست سنوات بصورة غير منتظمة، وتراجع سعر السهم إلى أن بلغ 23.5 نقطة في عام 1962؛ مما دفع الشركة الأم (أناكوندا كوربوريشن) لتصفيتها بقيمة للسهم بلغت 33 نقطة فقط.

تشير التجارب العديدة من هذا النوع إلى احتياج المستثمر لما يفوق تناقص المكاسب والسعر حتى يتوافر لديه الأساس المطلوب لعملية الشراء. فعليه الاستناد إلى ما يشير لوجود استقرار معقول في الأرباح خلال العقد الماضي على الأقل بمعنى ألا يتخلل تلك

الفترة حدوث عجز في الأرباح إضافة إلى ضرورة تمتع الشركة بالحجم والقوة المالية اللازمين لمواجهة أية انتكاسات في المستقبل. وهكذا يتمثل المزيج الملائم للمستثمر في هذه الحالة، في وجود شركة قوية تباع أسهمها بأقل من قيمة متوسط سعرها السابق ومتوسط مضاعف نسبة السعر إلى الأرباح السابق. إن هذ المعيار كفيل باستبعاد غالبية الفرص الملائمة لتحقيق الربح في شركات مثل كرايسلر طالما اقترنت سنوات تناقص أسعار أوراقها المالية بنسبة سعر إلى أرباح مرتفعة. ولكننا نؤكد للقارئ الآن وما من شك أننا سنؤكد عليه مرارًا فيما بعد أن هناك فارقًا شاسعًا ما بين "توقعات الربح"، وبين "الربح الحقيقي". وإننا لنشك جديًّا في أن التعاملات في أوراق شركات مثل كرايسلر، تلائم المستثمر المغامر.

لقد ذكرنا أن الإهمال وتناقص الشعبية لفترة طويلة يعدان من العوامل التي تؤدي إلى تدهور الأسعار لمستويات منخفضة للغاية. وتبدو قضية شركة ناشيونال بريستو إنداستريز خير مثال على ذلك؛ فلقد بيعت أسهمها عند 45 نقطة في أثناء ازدهار السوق في عام 1968، وهو سعر لم يجاوز ثمانية أضعاف أرباح ذلك العام (كان مكسب ذلك العام هو 5.61 دولار للسهم). ثم زادت أرباح السهم على قيمته الاسمية في عامي 1969 و 1970، ولكن تلا ذلك تدهور في السعر وصل إلى 21 نقطة عام 1970. وكان ذلك التدهور أقل من أربعة أضعاف أرباح ذلك العام، كما يقل عن قيمة صافي الأصول الجارية. وفي مارس عام 1972، عاد

السهم ليباع عند 34 نقطة، وهو ما مثل ضعف المكاسب الأخـيرة بـ 5.5 مرة، وما يقارب قيمة صافي أصولها الجارية الضخمة.

ومثال آخر من هذا النوع هو مثال شركة ستاندرد أويل أوف كاليفورنيا، وهي شركة نالت اهتمام قطاع عريض من الجمهور؛ ففي أوائل عام 1972، باعت هذه الشركة أسهمها بنفس سعر بيعها قبل هذا التاريخ بثلاثة عشر عـامًا، وهـو 56 نقطـة. لقد اتسمت أرباحها بالاستقرار بشكل لافت وإن كان النمو الذي تحقق ضئيلًا نسبيًا، بينما لم تشهد سوى تدهور سعري واحد طوال هذه الفتـرة. لقد كـاد سعرها السـوقي يقتـرب مـن قيمتها الـدفترية، لكنـها ورغم هذا الثبات المستحسن طوال الفترة ما بين 1958 و 1971 لم يبلغ متوسط سعرها السنوي ضعف أرباحها الحالية بخمس عشرة مرة. وفي أوائـل عـام 1972 بلغـت نسـبة السـعر إلـى الأرباح 10 أضعاف فقط.

أما العامل الثالث المؤدي إلى تدهور سعر السهم العادي، فقد يتمثـل فـي فشـل السـوق فـي أن تـدرك الصـورة الحقيقية لأرباح هذا السهم. والمثال التقليدي هنا، هو مثـال سـهم شـركة نورثـيرن باسيفيك ريلواي، والذي تدهورت قيمته في الفترة ما بين عامي 1946 و 1947 من 36 نقطة إلى أن وصل لـ 36.5. بينما اقتربت قيمة الأرباح الحقيقية للسهم في عام 1947 من 10 دولارات للسـهم وظل سعر السهم مرهونًا بالتوزيعات التـي لم تتجاوز دولارًا واحدًا. كما أضحى السهم عرضة للإهمال بسبب حجم المكاسب الذي تقتضيه طرق المحاسبة

الخاصة بالسكك الحديدية.

أما أوضح أنواع الأسهم العادية ذات السعر الرخيص، فهي تلك التي تباع بأقل من صافي رأس المال العامل وحده، بعد خصم جميع الالتزامات المسبقة 138 . معنى هذا أن المشتري لن يدفع شيئًا مقابل الأصول الثابتة: مبان وآلات وخلافه ولا لشهرة الشركة إن وجدت. قلما توجد شركة تباع أسهمها بقيمة تقل عن رأس المال العامل وحده، وإن كان من الممكن العثور على بعض الأمثلة المتناثرة هنا وهناك، ولكن الشيء المثير للدهشة هنا هو وجود العديد من الشركات التي جرى تقييم أسهمها في السوق طبقًا لهذا المعيار. ولقد كشفت إحدى الدراسات التي أجريت في أثناء هبوط السوق عام 1957 عن وجود 150 شركة لها أسهم من هذا النوع. ويلخص الشكل (7 - 4) نتائج عمليات الشراء التي جرت في 31 ديسمبر من عام 1957، لكل سهم من أسهم الشركات الثماني والخمسين المدرجة بياناتها في الدليل الشهري لمؤشر أسهم ستاندرد آند بورز وظلت تظهر فيه لسنتين.

138 يعني "جراهام" بقوله: "صافي رأس المال العامل" الأصول الحالية للشركة (كالنقد والأوراق المالية القابلة للتداول والمخزون) مطروحًا منها إجمالي الخصوم (كالأسهم الممتازة والديون طويلة الأجل).

ومن قبيل المصادفة حققت كل مجموعة من تلك الشركات تقدمًا خلال عامين جعلها تدنو من إجمالي صافي قيمة الأصول الحالية. وبلغ إجمالي أرباح

المحفظـة الاستثمارية خـلال هذه الفتـرة 75%، مقابل 50% ستاندرد آند بورز التي يبلغ عددها 425. أما الشيء الملحوظ فهو عدم تكبد أي من تلك الأسهم لأية خسائر، سبعة من هذه الأسهم بقيت دون أرباح فيما حقق 78 سهمًا أرباحًا تستحق التقدير.

لقد كانت تجربتنا مع اختيار هذا النوع من الاستثمار (والـذي قـام علـى التنـوع) جيـدة طوال عدة سنوات سبقت عام 1957. ويمكننا التأكيد بدون تردد، على أن هذا الأسلوب آمن ومربح سواء في تحديد هذا النوع من الأسهم أو في الاستفادة منها. وعلى أية حال في أثناء الارتفاع العام الذي شهدته السوق في أعقاب عام 1957، تقلصت فرص هذا النوع من الاستثمار، والفرص المتاحة منه لم توفر سوى إمكانية تحقيق أرباح ضئيلة أو تكبد الخسارة، ثم أفرز تدهور السوق في الفترة ما بين عامي 1969 و 1970 مجموعة جديدة من أسهم رأس المـال العـامل الثـانوي. وقـد أرجـأنا تنـاول هـذه الأسهم إلى الفصل الخامس عشر، عند مناقشة انتقاء المستثمر المغامر للأسهم.

الجدول 7- 4 أرباح الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية من 1957 - 1959

موقع السوق	عدد الشركات	صافي الأصول الجارية الكلية لكل سهم	السعر الكلي في ديسمبر 1957	السعر الكلي في ديسمبر 1959
بورصة نيويورك	35	$ 748	$ 419	$ 838
البورصة الأمريكية	25	495	289	492
بورصة ميدويست	5	163	87	141
السوق الموازية	20	425	288	433
الإجمالي	85	$ 1831	$ 1083	$ 1904

نمط الأسهم الرخيصة للشركات الثانوية: عرفنا الشركة الثانوية بأنها شركة غير رائدة في صناعة مهمة. وهذه

الشركة تعد من الشركات الصغرى في مجالها، ومع ذلك قد تعد بمثابة وحدة رئيسية في خط صناعي غير مهم. ولكن يستثنى من ذلك أية شركة أصدرت أسهم نمو.

في أثناء السوق الكبير للمضاربة على الصعود الذي شهدته فترة العشرينيات لم يكن هناك تمييز كبير بين الشركات الرائدة بصناعة ما وغيرها من الشركات الأخرى المدرجة، شريطة أن تكون تلك الأخيرة ذات حجم يحظى بالاحترام. ولقد شعرت العامة بأن الشركات متوسطة الحجم لها من القوة ما يكفي للوقوف في وجه الريح وتتوافر أمامها فرص حقيقية للتوسع تفوق ما هو متاح أمام الشركات العملاقة بالفعل. لكن كان للكساد الذي ساد في الفترة ما بين عامي 1931 و 1932 آثار مدمرة على الشركات التي جاءت في المرتبة الثانية بعد الشركات الرائدة في حجمها واستقرارها. ونتيجة لهذه التجربة، اقتصر ميل المستثمرين على الشركات الرائدة في صناعتها، صاحبه قلة اهتمام بالشركات العادية ذات الأهمية الثانوية. وكان معنى ذلك أن المجموعة الأخيرة تباع بأسعار أقل كثيرًا عن الأولى على ضوء الأرباح والأصول. كما عنى هذا هبوط سعر أسهم هذه المجموعة الأخيرة مما جعلها تصنف ضمن فئة الأسهم الرخيصة.

عندما رفض المستثمرون أسهم الشركات الثانوية وإن كانت تباع بأسعار منخفضة نسبيًا فإنهم كانوا يعبرون عن اعتقاد أو خوف من أن تلك الشركات تواجه مستقبلًا مظلمًا. بل والحق أنهم اعتبروا بدون وعي منهم أن أي سعر سوف يكون مرتفعًا بالنسبة لهم ظنًا

منهم أن تلك الأسهم في طريقها إلى الزوال، مثلما كانت الحال في عام 1929 عندما تفشت نظرية أخرى ملازمة للنظرية السابقة، ولكن فيما يتعلق بأسهم الشركات الممتازة والتي لم يكن أي سعر مرتفعًا بالنسبة لها لأن الإمكانات المتاحة أمامها في المستقبل لا حدود لها. ولكن كانت هناك مبالغات في هاتين النظريتين وكلتاهما أفرزت أخطاء استثمارية فادحة؛ ففي الحقيقة، تعد الشركات المدرجة متوسطة الحجم شركات عملاقة إذا ما قورنت بالشركات الخاصة العادية، وليس ثمة سبب منطقي يمنعها من الاستمرار في مزاولة نشاطها وتجاوز التقلبات المتعاقبة المميزة لاقتصادنا، بينما تحقق عوائد معقولة على رأس مالها المستثمر.

إن هـذا الاستعراض الموجز يشير إلى النظرة غير الواقعية التي تنظر بها السوق إلى هذه الشركات مما ينتج عنه وجود حالات لا تعد ولا تحصى من الشركات التي بخستها السوق قيمتها الحقيقية. ولقد كانت فترة الحرب العالمية الثانية وما تلاها من ازدهار، أشد نفعًا للشركات الصغيرة منها للشركات الكبيرة؛ حيث تم إيقاف المنافسة الطبيعية على المبيعات، وكان بوسع من يحقق السبق زيادة حجم مبيعاته وهوامش أرباحه زيادة هائلة. وهكذا، بحلول عام 1946 تغيرت السوق تمامًا عما كانت عليه قبل الحرب. وفيما لم تحرز أسهم الشركات الرائدة والمدرجة على مؤشر داو جونز الصناعي سوى تقدم يتجاوز 40 % ما بين نهاية عام 1938 وحتى عام 1946، ارتفع مؤشر ستاندرد آند بورز للأسهم الرخيصة ليبلغ أوجه عند 280 % خلال الفترة

ذاتـــها. فتـهافت المضـاربون ومعـهم المســتثمرون المتميزون في ضوء ما تناقله الناس في سوق الأسهم على شراء الأسهم الجديدة والقديمة للشركات الثانوية بمسـتويات ضـخمة. وهكذا مال البندول إلى الجانب المنـاقض تمـامًا. وأضـحت هـذه الأسـهم التـي ما كان يجتذب الناس إليها سوى رخص ثمنها، مثارًا لحماسة العامة وتقديرهم الزائد. ولقد تكررت الظاهرة نفسها، ولكن بصورة أخرى في عامي 1961 و 1968؛ إذ انصب الاهتمام على الطرح الجديد لأسهم الشركات الصغرى حجـمًا التـي تـأتي فـي المرتبة الثانيـة، كما شمل هذا الاهتمام سائر الشركات العاملة في المجالات المفضلة، ك "الإلكترونيات" و"الحاسبات" و"الشركات صاحبة حقوق الامتياز" وغيرها 139 .

139 تفوقت أسهم الشركات "الثانوية" طوال الفترة ما بين عامي (1975 و 1983) على أسهم الشركات العملاقة بمـا يقارب 17.6 نقطة سنويًا. فتسابق العامة لحيـازة أسهم الشركات الصغيرة، كما كونت العديد من شركات صناديق الاستثمار صناديق جديدة تتخصص في هذه الأسـهم وفـي أسـهم الشركات الصغيرة التـي انخفض مستوى أدائها عن أداء الشركات العملاقة بخمس نقاط سنويًا طوال العقد التالي، ثم عادت الكرة من جديد في عام 1999، عندما تفوقت أسهم الشركات الصغيرة على أسهم الشركات الكبيرة بما يقارب 9 % نقطة مما أوحى لرجـال بنـوك الاسـتثمار ببيع مئات من أسهم شـركات التكنولوجيـا الفائقـة الصـغيرة للجمـهور للمـرة الأولـى. وفيمـا كـانت الشـركات العاملـة فـي الإليكترونيـات

والحواسب وحقوق الامتياز بأسمائها الشهيرة هي حديث الناس، أضحت كلمات "دوت كوم" و "أوبتيكال" و "وايرليس"، بل حتى السوابق الكلمية البادئة بحرف (e) و (i) هي الحروف الرنانة التي تستثير الشهية للاستثمار. لكن هذه الحروف الرنانة سرعان ما تحولت إلى مناشير تمزق إربًا مَنْ آمن بها.

وكما هو متوقع، كان الانخفاض التالي الذي شهدته السوق شديد الوطأة على هذه الشركات التي لم يحالفهم الصواب في تقييمها. كما عاود البندول ميله الزائد ولكن في الاتجاه الأول، اتجاه خفض القيمة.

فإن كانت أسهم أغلب الشركات الثانوية قد تم التقليل من قيمتها، فما الذي يدفع المستثمر للاعتقاد بإمكان التربح منها؟ وإذا ظلت أحوال السوق على ما هي عليه، ألن يبقى المستثمر في الظروف نفسها التي اشترى فيها هذه الأسهم؟ والحق أن الإجابة معقدة بعض الشيء. إذ تتأتى الأرباح الضخمة من شراء أسهم الشركات الثانوية بأسعار متدنية بطرق شتى. أولها من العائد المرتفع نسبيًّا للتوزيعات، وثانيها من الأرباح التي أعيد استثمارها، بالمقارنة بالسعر الذي دُفع في السهم، وهو ما سيؤثر في النهاية فيه. قد يعود هذا كله بمكاسب عظيمة على المستثمر في غضون خمسة أو سبعة أعوام إن كانت الأسهم قد انتقيت بعناية. وثالث هذه الطرق هو أن سوق المضاربة الصاعدة والذي يتسم بالكرم الشديد في تعامله مع الأسهم بخسة الثمن، حيث يرتفع سعر هذه الأسهم لمستويات مقبولة في أقل حالاته. أما رابعها، فهو ارتفاع أسعارها حتى في الأوقات التي لا

يمكن فيها تصنيف السوق وتستمر عملية تعديل السعر بحيث ترتفع قيمة الإصدارات الثانوية التي تم التقليل من قيمتها إلى المستوى الطبيعي لفئة الأوراق المالية التي تنتمي إليها. وأما الخامس، فهو العوامل المحددة التي تؤدي في الكثير من الحالات إلى تدهور الأرباح، والتـي قـد تتغـير بتغير ظروف السـوق، أو انتـهاج سياسات جديدة أو حتى من خلال تغيير إدارة الشركة.

ولقد بزغ نجم عامل جديد خلال السنوات الراهنة، وهو قيـام الشـركات العملاقـة بالاسـتحواذ علـى الشـركات الصغرى منها كجزء من برنامج لتنويع الاستثمار. وفي مثـل هـذه الأحـوال يكون المبلغ المدفوع مقابل تلك الشـــركات سـخيًّا نسـبيًّا ويكـون أشـد ارتفـاعًا عـن المستويات المنخفضة للأسهم الرخيصة التي لم تكن موجودة من قبل.

عندما هبطت أسعار الفائدة في عام 1970 اتسع نطاق معاملات الأوراق المالية بخسة الثمن، ليشمل السندات والأسهم الرائجة، فبيعت بأسعار خصم تقل كثيرًا عن قيمتـها. لكننـا اليوم نمر بظروف مختلفة؛ حيث تباع حتـى السـندات المضـمونة، وخاصـة إن تـراوح معدل كوبونها بين 4.5 % أو أقل، بأسعار خصم كبيرة، فلقد بيعت الأوراق المالية الخاصة بشركة "أمريكان تليفون آند تليجراف" فئة 2.625 والمستحقة في 1986 بأقل من 51 في عام 1970، كما بيعت أسهم دييرآند كو فئة 4.5 والمسـتحقة فـي 1983 بـ 62 نقطـة. لقد كان من الجائز أن تكون تلك السندات بمثابة فرص سانحة لو أننـا استبعدنا هبـوط أسعار الفائدة هبـوطًا كبيرًا. أما

بالنسبة للسندات رخيصة الثمن بالمعنى التقليدي فعسانا أن نذكر سندات رهن السكك الحديدية من الدرجة الأولى، والتي تواجه اليوم مصاعب مالية، فتباع عند 20 أو 30 نقطة سعرية. وهي ظروف لا تناسب المستثمر المبتدئ، الذي يفتقر إلى الإحساس بالقيم في هذا المجال مما قد يلحق به الأذى في النهاية. تميل السوق إلى المبالغة في إحجامها عن تداول هذه السندات إلا أن المجموعة ككل تمنح ثمارًا طيبة للتحليل المتأني والشجاع. خلال العقد الذي انتهى في 1948، أتاحت مجموعة سندات السكك الحديدية المعسرة التي تبلغ قيمتها مليار دولار فرصًا عديدة ومذهلة في هذا الصدد. وهذه الفرص وإن ندرت منذ ذلك التاريخ، فإن احتمال تكرارها في السبعينيات لا يزال قائمًا 140 .

140 إن سندات السكك الحديدية المعسرة لا تمثل فرصًا جيدة اليوم، قد تتيح السندات الرديئة المتعثرة والمعسرة والسندات القابلة للتحويل والتي تصدرها شركات التكنولوجيا الفائقة فرصًا كبيرة خلال انهيار السوق في أعقاب عامي 2000 و 2002. لكن التنوع هنا يعد مطلبًا أساسيًا وغير عملي وحده بدون وجود مبلغ يقدر بـ 100000 دولار لتخصيصها للأوراق المالية المتعثرة. وما لم تكن مليونيرًا تبلغ ثروتك أضعاف هذا، فلن يكون هذا التنويع خيارًا متاحًا لك.

الظروف الخاصة أو "التجريب"

منذ فترة ليست ببعيدة كان هذا مجالًا يضمن عائدًا

جذابًا للذين يعرفون خباياه. وكان هذا القول ينطبق على جميع ظروف السوق العامة. ونظرًا لأن هذا الدرب لم يكن محظورًا على العامة، كان باستطاعة من كان لـديه الميـل للسـير بـه أن يتعلـم حيلـه ويصبـح من المشاركين الأكفاء بدون الحاجة إلى دراسة أكاديمية أو إرشاد. ولقد كان هناك أشخاص آخرون متحمسون بما يكفـي لمعرفـة مـدى صـحة هـذا الأسـلوب، فـارتبطوا بالشـباب اللامعين الـذين يـديرون صـناديق اسـتثمار تكرس نشاطها لهذه "المواقف الخاصة". لكن "التجريب والمراجحة" لم يعودا مربحين بما يكفي أيامنا هذه، كما صارا أكثر خطورة لأسباب سنتناولها لاحقًا. وعسى أن يأتي الوقت الذي تضحى فيه ظروف هذا المجال أفضل حالًا مما هي عليه اليوم. وفي جميع الأحوال لابد من توضيح الطبيعة العامة لتلك التعاملات ومصادرها مع عرض مثال أو مثالين توضيحيين.

لقـد ظـهرت هـذه "الظـروف الخاصـة "من جـراء تزايـد أعـداد عمليـات الاسـتحواذ على الشركات الصغرى من جانب الشركات العملاقة بعد تبني أعداد متزايدة من المديرين لعقيدة تنويع المنتجات المالية؛ فغالبًا ما تبدو صفقة جيدة للشركة الكبرى شراء شركة قائمة بالفعل، وتعمـل فـي المجـال الـذي تـرغب الشـركة العملاقـة فـي دخوله بدلًا من تأسيس شركة جديدة من الصفر. ولكي تتـم صفقة الاستحواذ والحصول على موافقة أغلب حملـة أسـهم الشـركة الصغرى، لابـد أن تعـرض الشـركة المشترية مبلغًا يفوق القيمة الحالية للشركة الصغيرة. ومما لا شك فيه أن مثل هذه التحركات تمثل فرصًا

جيدة لتحقيق الربح لمن درسوا هذا المجال ولديهم القدرة على الحكم على الأشياء بصورة سليمة تعززها خبرة عريضة.

لقد جنى المستثمرون المحنكون أموالًا طائلة منذ فترة ليست بالبعيدة، عن طريق شراء سندات السكك الحديدية المفلسة وهي السندات التي كانوا يعلمون علم اليقين أنها ستربو كثيرًا على تكلفتها عندما تتم إعادة تنظيم شئون السكك الحديدية. وقد حدث أن أنشئت سوق لتداول هذه السندات فور الإعلان عن خطط إعادة التنظيم هذه. ولهذا يمكن على الدوام بيع هذه السندات بقيمة تفوق تكلفة شرائها عندما يعاد تداولها في مثل هذه الظروف. ورغم وجود مخاطر تتمثل في احتمال عدم إنجاز خطط إعادة التنظيم أو في حدوث تأخير لم يخطط له، فإن مثل "عمليات المراجحة" تلك تكون مربحة للغاية.

ولقد لاحت فرص مماثلة عندما تم فصل الشركات القابضة للمرافق العامة طبقًا لتشريع عام 1935؛ فلقد اتضح أن تلك الشركات تساوي الكثير بعد أن تحولت من شركات قابضة إلى مجموعة من الشركات المستقلة.

ويتمثل العنصر الأساسي هنا في ميل سوق الأوراق المالية إلى التقليل من قيمة أية إصدارات تعاني أوضاعًا قانونية صعبة من أي نوع. لقد كان شعار وول ستريت القديم هو "إياك وشراء أوراق مالية عليها دعاوى قانونية". إن هذه النصيحة قد تصلح لمضارب يسعى لإجراء معاملات عاجلة لما بحوزته من أوراق مالية،

ولكن يؤدي اتباع عامة المتداولين لهذا الأسلوب إلى إتاحة فرص لتخفيض ثمن الأوراق المالية التي تتأثر به طالما أن التحامل ضدها يؤدي إلى استمرار انخفاض أسعارها لمستويات متدنية 141 .

141 تعد شركة فيليب موريس مثالًا معاصرًا تقليديًّا على هذا الأمر، فقد خسر سهمها 23% من قيمته بعد يومين من قضاء محكمة فلوريدا على الشركة بدفع تعويضات تقدر بـ 200 مليار دولار، تلاها اعتراف الشركة أخيرًا بأن السجائر قد تسبب السرطان. في غضون عام من هذا التاريخ، عاد سهم فيليب موريس ليتضاعف ثم ليتهاوى ثانية بعد فرض تعويضات ثانية قدرتها محكمة إلينوي بعدة مليارات. لقد تسببت دعاوى التعويض في تدمير العديد من أسهم شركات أخرى، منها شركة جونز مانفيل، وشركة دبليو آر جريس، وشركة يو إس جي كورب؛ ولذا يبقى شعار "إياك وأسهم الشركات المرفوع ضدها دعاوى" غير صالح إلا للمستثمرين الذين لا يهابون شيئًا.

إن استغلال بعض الظروف الخاصة يعد فرعًا فنيًّا من فروع الاستثمار الذي يتطلب عقلية استثنائية وأدوات غير تقليدية. وربما قلة فقط من المستثمرين المغامرين هم الذين يقدمون عليها، ولهذا لن يكون هذا الكتاب هو المجال المناسب لتناول هذا الأمر بالتفصيل.

نتائج أوسع للقواعد الاستثمارية التي تناولناها

طبقًا لما طرحناه هنا، تعتمد سياسة الاستثمار في المقام الأول على خيار المستثمر، إما باللجوء إلى النهج

المتحفظ (السلبي) أو النهج المغامر (الإيجابي)؛ إذ ينبغي أن يكون المستثمر المغامر على دراية تامة بقيم الأوراق المالية؛ بحيث يمكنه العناية بأوراقه المالية عناية المدير بشركته. وليس ثمة موضع هنا لأي حلول وسط أو الظلال الرمادية بين النهج المغامر والمتحفظ. وفيما يسعى العديد من المستثمرين إن لم يكن أغلبهم لوضع أنفسهم في موضع وسط بين هاتين الفئتين، نرى أن ذلك لن يؤدي بهم إلا لخيبة الأمل لا الإنجاز.

فكونك مستثمرًا، ليس بوسعك أن تصير "نصف رجل أعمال"، متوقعًا تحقيق نصف معدلات الربح العادية من أموالك من جراء ذلك.

يستتبع هذا المنطق أن ينتهج أغلب مالكي الأوراق المالية نهج المستثمر المتحفظ. فليس عندهم لا الوقت ولا العزيمة ولا العقلية المطلوبة للاستثمار بهذه الطريقة؛ لذلك عليهم إذن الرضا بالعائد الممتاز الذي تقدمه لهم المحفظة المتحفظة (بل وما قل عنه)، وأن يقاوموا إغراء زيادة هذا العائد الذي يلح عليهم، وذلك من خلال تحولهم إلى سبل أخرى.

أما المستثمر المغامر الإيجابي فهو مستعد أن يستثمر في أية ورقة مالية يكفي تدريبه ونظرته في الحكم عليها، وتبدو له واعدة بما يكفي في ضوء المعايير الثابتة للحكم على مختلف الأنشطة.

وفي غمار نصيحتنا وتحذيرنا لهذه المجموعة من المستثمرين، قمنا بمحاولة تطبيق هذه المعايير عمليًا. أما بالنسبة للمستثمر المتحفظ، فكان توجهنا أساسًا بناء

على متطلبات ثلاثة لابد له منها، هذه المتطلبات هي الأمان وبساطة اختياره للورقة المالية، وتوافر إمكانية تحقيق نتائج مرضية من الناحية النفسية والحسابية في آن واحد. وقد أدى اتباعنا لهذه المعايير إلى استبعاد فئات بكاملها من الأوراق المالية تلائم بصفة عامة مختلف أنواع المستثمرين. وقد سردنا القيود التي فرضناها في هذا الشأن في الفصل الأول.

ودعنا نستعرض بمزيد من التفصيل فحوى هذه القيود آنفة الذكر التي أدت إلى استبعاد الأوراق المالية. لقد حذرنا سابقًا من شراء ثلاث فئات من الأوراق المالية بالسعر الكامل: (1) السندات الأجنبية (2) الأسهم العادية الممتازة (3) الأسهم العادية من الفئة الثانية بما فيها طبعًا العروض الأصلية لمثل هذه الأوراق المالية. ولقد عنينا "بالسعر الكامل" السعر الذي يدنو من القيمة الاسمية أو الدفترية للسند أو الأسهم الممتازة، والسعر الذي يمثل القيمة الدفترية العادلة للمشروع في حالة الأسهم العادية. وأغلب المستثمرين المتحفظين إنما يتجنبون هذه الفئات بغض النظر عن سعرها؛ أما المستثمر المغامر فيقبل على التعامل فيها فقط إن استطاع حيازتها بثمن بخس، هو الثمن الذي عرفناه بأنه الذي لا يزيد على ثلثي القيمة الحقيقية للورقة المالية.

لكن ما الذي قد يحدث إن اتبع المستثمرون جميع نصائحنا في هذا الصدد؟ لقد أجبنا بالفعل عن الجزء المتعلق بالسندات الأجنبية في صفحة 158، وليس ثمة ما نضيفه هنا. أما بالنسبة للأسهم الممتازة، فلن يقبل على شرائها سوى الشركات، كشركات التأمين، والتي

ستنتفع من ضريبة الدخل الخاصة المفروضة على الأسهم التي في حيازتها.

وتتضح أصعب نتائج اتباع سياستنا الخاصة بعملية الاستبعاد في مجال الأسهم العادية الثانوية. فإن لم يقدم أغلب المستثمرين والمنتمين لفئة المستثمر المتحفظ على شرائها إطلاقًا، فسيندر المتعاملون فيها إلى حد ينذر بالخطر. بل الأكثر من هذا، إن لم يقدم المستثمر المغامر على شرائها إلا عندما تباع بأبخس الأثمان، فستعرض هذه الأوراق المالية للبيع بقيمة تقل عن القيمة العادلة لها باستثناء المرحلة التي يعد عندها شراء مثل هذه الأوراق عملًا غير ذكي.

قد يبدو هذا قاسيًا بل غير أخلاقي. لكننا في حقيقة الأمر لم نفعل أكثر من استعراض ما حدث فعليًا طوال الأربعين عامًا المنقضية. فأسعار الإصدارات الثانوية تشهد تقلبًا، في أغلب الأوقات، حول مستوى محوري يتدنى كثيرًا عن قيمتها العادلة. وفي بعض الأحيان ترتفع أسعارها لتساوي تلك القيمة، بل تتجاوزها أحيانًا، لكن ذلك يأتي في ذروة سوق المضاربة الصاعدة وأوج ازدهارها، عندما تتعارض دروس الخبرة العملية مع سلامة منطق الشراء بالأسعار السائدة للأسهم العادية.

ولهذا ننصح المستثمر المقدام بتقبل طبائع الأوراق المالية من الدرجة الثانية كما هي، وأن يجعل المستويات السعرية التي تسود هذه الفئة دليلًا له في تحديد المستوى الذي سيشتري عنده.

إلا أننا نأتي هنا لمفارقة. فقد تكون شركة عادية من

قيمتـه الحقيقيـة بالنسـبة لمالك مسيطر على أوضاع الشــركة. وطبــقًا لــهذه الحقيقـة، تكـون مسـألة إدارة العلاقات بحائزي الأسهم، وكذلك العلاقة بين حائزي الأسهم من داخل الشركة وخارجها أكثر أهمية وإثارة للجــدل فــي حالـة الشـركات العاديـة منها في حالـة الشركات الرائدة بالسوق.

لقد أشرنا في تعليقنا في نهاية الفصل الخامس إلى صـعوبة التمـييز وبطئـه فيمـا بـين الشـركات الرائـدة والشركات الثانوية؛ فقد تسلك أسهم الشركات التي تقع ما بين هاتين الفئتين من الشركات سلوكًا سعريًّا وسطًا، لهذا لن يكون أمرًا غير منطقي إذا قام المستثمر بشراء أسهم هذه الشركات بخصم ضئيل عن قيمتها الحقيقية استنادًا إلى نظرية أن هناك اختلافًا طفيفًا بينها وبين أسهم الشركات الرائدة واحتمال بلوغها التصنيف ذاته في المستقبل غير البعيد.

لـهذا لـن يكـون الاختـلاف بـين الأوراق الماليـة التـي تصـدرها الشـركات الرائـدة والشـركات العاديـة واضـحًا، وإلا لكان أي اختلاف طفيف في الجودة يؤدي لتغيير جــذري فــي تقــييم سـعر الشـراء. وعلـى الـرغم مـن معارضتنا لوجود منطقة وسط بين فئتي المستثمرين، فإننا نعتـرف هنا بأن هناك منطقة وسطًا تفصل بين فئات الأسهم العادية. ومبررنا في هذا التناقض هو أن عدم اليقين الذي ينبع من اختلاف وجهات النظر إزاء ورقة مالية فردية لن يحدث ضررًا بالغًا وذلك لأن مثل هذه الحالات تكون استثنائية وليست ذات خطر بالغ.
أما اختيار المستثمر ما بين اتباع النهج المتحفظ أو

قيمته الحقيقية بالنسبة لمالك مسيطر على أوضاع الشركة. وطبقًا لهذه الحقيقة، تكون مسألة إدارة العلاقات بحائزي الأسهم، وكذلك العلاقة بين حائزي الأسهم من داخل الشركة وخارجها أكثر أهمية وإثارة للجدل في حالة الشركات العادية منها في حالة الشركات الرائدة بالسوق.

لقد أشرنا في تعليقنا في نهاية الفصل الخامس إلى صعوبة التمييز وبطئه فيما بين الشركات الرائدة والشركات الثانوية؛ فقد تسلك أسهم الشركات التي تقع ما بين هاتين الفئتين من الشركات سلوكًا سعريًّا وسطًا، لهذا لن يكون أمرًا غير منطقي إذا قام المستثمر بشراء أسهم هذه الشركات بخصم ضئيل عن قيمتها الحقيقية استنادًا إلى نظرية أن هناك اختلافًا طفيفًا بينها وبين أسهم الشركات الرائدة واحتمال بلوغها التصنيف ذاته في المستقبل غير البعيد.

لهذا لن يكون الاختلاف بين الأوراق المالية التي تصدرها الشركات الرائدة والشركات العادية واضحًا، وإلا لكان أي اختلاف طفيف في الجودة يؤدي لتغيير جذري في تقييم سعر الشراء. وعلى الرغم من معارضتنا لوجود منطقة وسط بين فئتي المستثمرين، فإننا نعترف هنا بأن هناك منطقة وسطًا تفصل بين فئات الأسهم العادية. ومبررنا في هذا التناقض هو أن عدم اليقين الذي ينبع من اختلاف وجهات النظر إزاء ورقة مالية فردية لن يحدث ضررًا بالغًا وذلك لأن مثل هذه الحالات تكون استثنائية وليست ذات خطر بالغ.
أما اختيار المستثمر ما بين اتباع النهج المتحفظ أو

تعليقات على الفصل السابع

إن تحقيق الثراء الفاحش يتطلب قدرًا كبيرًا من الجسارة والحذر، وعندما تحققه بالفعل يتطلب الأمر عشرة أمثال ذلك القدر من الذكاء للحفاظ عليه.

ـ "ناثان ماير روتشيلد"

التوقيت لا يعني شيئًا

يستطيع المستثمر الذكي في عالم مثالي الاحتفاظ بالسهم في حيازته طالما كان رخيص الثمن، وبيعه إذا زاد هذا السعر، ثم التحول إلى التعامل في السندات أو النقد إلى أن يتدنى سعر الأسهم ثانية فيعاود شراءها. لقد زعمت إحدى الدراسات أن دولارًا واحدًا يحتفظ به الفرد من عام 1966 إلى أواخر عام 2001 في صورة أسهم، كان سيتضاعف لتصل قيمته 11.71 دولار، ولكن إذا ابتعدت عن سوق الأسهم قبل حلول الأيام الخمسة الأسوأ من كل عام، فستتضاعف قيمة دولارك الواحد لتصل إلى 987.12 دولار 142 .

142 انظر مقالة The Truth About Timing بمجلة *Baron* في الخامس من نوفمبر عام 2001 ص 20. ولعل عنوان هذه المقالة يعد بمثابة تذكير جيد بالمبدأ الثابت للمستثمر الذكي، فكلما وقع ناظرك على كلمة "حقيقة" في مقالة عن الاستثمار فاعلم أن كل ما سيلي ذلك لا يعدو أكثر من كونه حفنة من الأكاذيب. (لذكر الحقيقة لا أكثر، سيتضاعف الدولار الذي وضعه المستثمر في سهم عام 1966 واحتفظ به حتى نهاية 2001 إلى 40 دولارًا

وليس 11.71 دولار، ويبدو أن الدراسة التي جرى اقتباسها في مجلة " Baron " قد أغفلت إعادة استثمار التوزيعات).

إن هذه الفكرة مثلها مثل أغلب أفكار السوق السحرية، تعتمد على ضربة الحظ. فكيف لك (أو لأي شخص آخر) معرفة أي الأيام ستكون هي الأسوأ قبل أن تحل عليك؟ لقد أجرت النيويورك تايمز في السابع من يناير من عام 1973 مقابلة مع أحد المتنبئين الماليين البارزين والذي حث المستثمرين على ابتياع الأسهم دون أدنى تردد قائلًا: "لن يحدث أن تواتيك فرصة الربح مثل الآن". كان هذا المتنبئ هو "آلان جرينسبان"، ولم يحدث أن كان هناك شخص مخطئ مثلما كان ذلك الرجل والذي أصبح فيما بعد رئيسًا لبنك الاحتياطي الفيدرالي في ذلك اليوم، فقد اتضح أن عامي 1973 و 1974هما الأسوأ بالنسبة للنمو الاقتصادي ولسوق الأسهم منذ الكساد العظيم 143 .

143 انظر قسم "الاستقصاء الاقتصادي Economic Survey " الخاص في نيويورك تايمز عدد السابع من يناير عام 1973، صفحات 2، 19، 44.

فهل بوسع المحترفين تحديد توقيت للسوق أفضل من "جرينسبان"؟ لقد قالت "كيت ليري لي"، رئيسة شركة آر إم ليري كومباني المتخصصة في توقيت التعامل بالسوق في الثالث من ديسمبر عام 2001 :"لست أرى أي سبب يحملني على تغيير رأيي بأننا قد تجاوزنا مرحلة التدهور. إن اليوم هو التوقيت المناسب لك لتدخل

السوق". ثم تنبأت "كيت" بعد ذلك بأن أوضاع الأسهم تبدو حسنة في الربع الأول من عام 2002 144 . ولكن الأسهم طوال الأشهر الثلاثة التالية لم تحقق سوى عائد هزيل لم يتجاوز 0.28%، وتدنى مستوى أدائها عن مستوى أداء النقد بـ 1.5 نقطة مئوية.

144 البيانات الصحفية في الثالث من ديسمبر عام 2001 على لسان "آر إم ليري"، تؤكد أن "الوقت ملائم الآن لدخول السوق".

إن "كيت" ليست هي الوحيدة التي أخطأت في تنبؤاتها؛ فلقد توصلت دراسة أجراها اثنان من أساتذة المالية في جامعة "ديوك"، أنك لو كنت قد اتبعت النصائح التي تسديها أفضل 10% من النشرات التي تتنبأ بتوقيت دخول السوق والخروج منها لحصلت على عائد سنوي في الفترة من 1991 إلى 1995 يبلغ 12.6 %. أما إن تجاهلتها تمامًا وأبقيت استثماراتك في صندوق يتبع مؤشر أسهم لبلغت قيمة ما تحصل عليه من عائد سنوي 16.4 % 145 .

145 ولكنت أيضًا قد ادخرت آلافًا من الدولارات هي مقابل اشتراكك في هذه النشرات (والذي لم يتم خصمه من حسابات عوائد هذه النشرات). ولتعلم أن نفقات السمسرة وضرائب الأرباح الرأسمالية قصيرة الأجل تزيد في حالة المتنبئين بالسوق عنها في حالة المستثمرين الذين يشترون الأسهم ليعاودوا بيعها. أما بالنسبة لدراسة جامعة ديوك، فعليك الاطلاع على مقال كل من "جون آر جراهام" و "كامبل آرهارفي": " Grading

the Performance of Market Timing Newsletters "
بصحيفة " *Financial Analysts* " عدد نوفمبر/ ديسمبر 1997 الصفحات 54، 66، وستجدها أيضًا على الموقع التالي www.duke .edu/~charvey/research. htm

لقد قال الفيلسوف الدانماركي "سورين كيركجارد" :"إنك لن تستطيع فهم الحياة إلا بعد أن تعيشها"؛ فالنظر إلى الوراء وحده هو ما سيمكنك من معرفة في أي وقت كان ينبغي عليك شراء أسهمك وفي أي وقت كان ينبغي عليك بيعها. لكن إياك أن يدفعك ذلك لتعتقد في نفسك القدرة على معرفة التوقيت الصحيح لدخول السوق والخروج منها في المستقبل؛ فحدة إبصارك لماضي سوق المال تكون في أعلى درجاتها ولكنَّ عينيك لن تبصرا أحداثه في المستقبل؛ ولذا يستحيل على أغلب المستثمرين التنبؤ بتوقيت دخول السوق والخروج منها من الناحيتين العملية والعاطفية 146 .

146 للمزيد من البدائل المتعلقة بتوقيت دخول السوق، كإعادة التوازن وتوسيط التكلفة وحساب متوسطها - انظر الفصلين الخامس والثامن.

الشيء الذي يرتفع...

مثل سفينة الفضاء التي تتزايد سرعتها بخروجها على الغلاف الجوي الأرضي يبدو أن أسهم النمو تتحدى قانون الجاذبية الأرضية. ودعنا ننظر لسجل ثلاثة من أسرع هذه الأسهم نموًّا خلال التسعينيات، وهي أسهم جنرال إليكتريك وهوم ديبوت وصن ماكروسيستمز. (انظر الشكل 7- 1).

فخلال الفترة من عام 1995 وإلى عام 1999، تزايدت قيمة كل سهم من تلك الأسهم سنويًا وأصبح أكبر حجمًا وأكثر ربحًا؛ فلقد تضاعفت إيرادات أسهم شركة صن ميكرو سيستمز وتجاوزت الضعف في هوم ديبوت. وطبقًا لمقياس القيمة، تنامت إيرادات جنرال إليكتريك بمعدل 29%، كما ارتفعت أرباحها لتصل إلى 65 %، وتضاعفت قيمة أرباح السهم الواحد إلى ثلاثة أمثال قيمتها في كل من هوم ديبوت وصن.

لكن في الوقت نفسه، كان هناك شيء آخر يجري، وهو شيء ما كان ليثير دهشة "جراهام" ولو للحظة واحدة. ألا وهو أنه كلما ازدادت السرعة التي تنمو بها تلك الشركات، أصبح ثمن أسهمها باهظًا. وعندما يحقق سهم ما نموًّا يفوق النمو الذي تحققه الشركة المصدرة له، ينتهي أمر المستثمرين فيه على الدوام نهاية مؤسفة. وكما يبين الشكل (7 - 2):

لن يصبح الاستثمار في شركة عظيمة استثمارًا عظيمًا إذا كنت تدفع كثيرًا مقابل الحصول على سهمها .

يبدو السهم بعد أن يحقق زيادة في السعر كما لو كان سيستمر في تحقيق هذه الزيادة. لكن القانون الأساسي للمال يتعارض مع ذلك تمامًا؛ فكلما زاد سعر السهم، قلت سرعة تحقيقه لزيادات سعرية متتالية. فبوسع شركة رأسمالها مليار دولار أن تضاعف قيمة مبيعاتها بسهولة تامة، لكن كيف تستطيع شركة يبلغ رأسمالها خمسين مليار دولار العثور على خمسين مليار دولار أخرى لمضاعفة نشاطها؟

إن أسهم النمو تستحق الشراء إذا ما طرحت للبيع بأسعار معقولة، لكنها تفقد هذه الميزة عندما تزيد نسبة سعرها إلى أرباحها على 25 أو 30، وإليك السبب:

- • وجدت الصحفية "كارول لوميس" أن هناك ثماني فقط من مائة وخمسين من الشركات الكبرى المدرجة على قائمة فورتشن 500 ، نجحت في زيادة أرباحها بمعدل سنوي لا يقل عن 15 %، لمدة عقدين 147 .

-

147 "كارول لوميس" " The 15 % Delusion ". مجلة *Fortune* ، عدد الخامس من فبراير 2001، الصفحات من 102- 108.

- • وبالنظر إلى سجلات بيانات خمسة عقود، أظهرت الدراسة التي أجرتها شركة ستانفورد سي. بيرنشتين آند كوم أن 10% فقط من الشركات الأمريكية الكبرى قد زادت من أرباحها بنسبة 20% خلال خمس سنوات متتالية، بينما نجحت 3% فقط من الشركات في زيادة أرباحها بنسبة 20% خلال عشر سنوات متعاقبة، ولم تنجح أي منها في زيادة أرباحها لمدة خمسة عشر عامًا متتالية 148 .

-

148 راجع مقال "جاسون زفايج" مسألة توقعات " A Matter of Expectations " مجلة *Money* عدد يناير

2001، الصفحات 49، 50.

الشكل 7-1 ارتفاع الأسهم المرة تلو المرة، ثم تدهورها بعد ذلك

	صن مايكروسيستمز				هوم ديبوت				جنرال إليكتريك			
	نسبة السعر إلى الأرباح في نهاية العام	العائد السنوي للسهم (%)	ربحية السهم (بالدولار)	الإيرادات (بالمليون دولار)	نسبة السعر إلى الأرباح في نهاية العام	العائد السنوي للسهم (%)	ربحية السهم (بالدولار)	الإيرادات (بالمليون دولار)	نسبة السعر إلى الأرباح في نهاية العام	العائد السنوي للسهم (%)	ربحية السهم (بالدولار)	الإيرادات (بالمليون دولار)
1995	20.3	157	0.11	5902	32.3	4.2	0.34	15470	18.4	44.5	0.65	43013
1996	17.7	12.6	0.17	7095	27.6	5.5	0.43	19536	22.8	40	0.73	46119
1997	17.9	55.2	0.24	8598	37.5	76.8	0.52	24156	29.9	50.6	0.83	48952
1998	34.5	114.7	0.29	9791	61.8	108.3	0.71	30219	36.4	40.7	0.93	51546
1999	97.7	261.7	0.36	11726	73.7	68.8	1	38434	47.9	53.2	1.07	55645

المصدر: شركة "بلومبيرج فاليو لاين"

ملاحظات: حسب معدلات الإيراد والمكاسب للسنوات الماليه هي وعوائد الأسهم للسجل السنوي وكذلك نسبة السعر إلى الأرباح بأسعار الحادي والثلاثين من ديسمبر، وقسمت على المكاسب المسجلة خلال السنوات الأربع السابقة.

الشكل 7-2 الحذر من موطئ القدم

	سعر السهم في 31/12/99	سعر السهم في 31/12/02	نسبة السعر إلى الربح 31/12/99	نسبة السعر إلى الربح مارس 2003
جنرال إليكتريك	$ 51.58	$ 24.35	48.1	15.7
هوم ديبوت	$ 68.75	$ 23.96	97.4	14.3
صن مايكروسيستمز	$ 38.72	$ 38.72	123.3	غ ق ت

غ ق ت: غير قابل للتطبيق هنا: إذ تعرضت شركة صن لخسائر في 2002

المصادر: yahoo.marketguide.com و www.morningstar.com

- • توصلت دراسة أكاديمية أجريت على آلاف الأسهم الأمريكية التي طرحت للتداول من عام 1951 وحتى 1998، إلى أنه خلال جميع الفترات التي امتدت كل واحدة منها إلى عشر سنوات بلغت زيادة صافي الأرباح في المتوسط إلى 9.7% سنويًا. بينما بلغ معدل نمو 20% من الشركات الكبرى 9.3% سنويًا 149 .

-

149 مـن بحـث قـام بـه "لـويس كيـه. سـي. تشـان"، و"جيسون كاراكيسكي"، و"جوزيف لاكونيشوك" بعنوان " The Level and Persistence of Growth Rates " الهيئة القومية للبحوث الاقتصادية، بحث رقم 8282، مـــايو 2001، وهـــو متـــاح علـــى المـــوقع التـــالي www.nber.org/papers /w8282 .

ولقد تعذر على رؤساء الشركات الكبرى فهم هذه النتائج الغريبة. ولكن المستثمر الذكي لا يقبل على أسهم النمو الكبرى عندما يكون هناك إقبال شديد عليها، وإنما عندما تنقلـب الأوضـاع. فلقـد أعلنـت شـركة جونسـون آنـد جونسون في يوليو من عام 2002، أن هناك تحقيقات فيـدرالية تجـري حـول التلاعـب فـي سـجلات أحـد مصانعها لإنتاج المستحضرات الطبية، فكان أن خسر سهمها 16% من قيمته في يوم واحد وتسبب هذا في تـدني سـعر السـهم مـن ضـعف مسـتوى الأربـاح التـي تحققت طوال الاثني عشر شهرًا من 24 مرة إلى 20 مرة فقط. في مثل هذا المستوى السعري المتدني، قد تصبح هـذه الأسـهم أسـهم نمـو مـرة ثانيـة، وهـو مـا يجعلها تجسيدًا لما يطلق عليه "جراهام " "شركة كبرى ليست محل إقبال نسبيًا" 150 . إن هذا الانخفاض المؤقت في هذه الشعبية قد يعود عليك بثروة هائلة لأنه يمنحك فرصة شراء أسهم شركة عظيمة بسعر جيد.

150 قبل ذلك بعشرين عامًا على وجه التحديد، وفي أكتوبر من عام 1982، خسر سهم جونسون آند جونسون 17.5 % من قيمته خلال أسبوع واحد. بعد أن توفي

العديد ممن تناولوا عقار التايلينول والذي كان خلطه شـخص مجـهول بمحلـول السـيانيد القـاتل. فبـادرت جونسون باستخدام العبوات غير القابلة للفتح أو العبث، فعـاود سـهمها إلـى الارتقـاء لـيكون واحـدًا من أفضـل الاستثمارات خلال الثمانينيات.

الأمل الزائف والمخاطرة الكبرى

ليس المستثمر وحده من يقع فريسة لوهم استمرار النمو الفائق لسهم ما؛ ففي فبراير من عام 2000، طـرح على "جون روث" المدير الأعلى لشركة نورتل نتوركس التي تعمل في مجال الألياف البصرية، سؤال حول المدى الذي قد يصل إليه معدل نمو الشركة. فأجاب "روث" قائلًا: "تنمو صناعة الألياف البصرية بمعدل 14% أو 15% سنويًا، وإننا سنتجاوز هذا المعدل بست نقاط. وإنه لهدف ليس بعيد على شركة بحجم شركتنا". لقد ظلت أسهم نورتل تحقق ارتفاعًا سنويًا بمعدل 51% طوال السنوات الست السابقة، وحققت مكاسب تزيد على توقعات وول ستريت بمعدل نموها المتوقع في عام 2000 بـ 87 مرة. فهل تمت المبالغة في تقدير سعر أسهمها؟ هز "روث" كتفيه قائلًا: "إن سهمنا في ارتفاع، ولا تزال هناك فرص جمة للنمو عندما نطبق إستراتيجيتنا الخاصة بمجال اللاسلكيات". (ثم أضاف قائلًا: "لقد كان يتم تداول سهم شركة سيسكو سيستمز بما يفوق قيمة الأرباح المتوقعة 121 مرة!)1.

أما بالنسبة لشركة سيسكو فلقد أصر كبير المديرين التنفيذيين "جون شامبرز" في نوفمبر 2000 على قدرة شركته على الاحتفاظ بمعدل نمو سنوي يبلغ 50%. وأضاف قائلًا: "ولسوف تثبت الأيام أننا حققنا طفرة فريدة من نوعها". لكن قيمة أسهم سيسكو تدهورت؛ إذ عرضت للتداول بقيمة تبلغ 98 ضعفًا لمكسبها خلال العام الماضي، وحاول "تشامبرز" حث المستثمرين على الشراء قائلًا: "لا مجال للمراهنة، عليكم بالشراء، فلربما تكون هذه هي فرصتكم لتحقيق الربح"2.

لكن الذي حدث هو أن حجم هذه الشركات أخذ يتقلص ووهنت أسهمها؛ فقد تدنت إيرادات نورتل بنسبة 37% في 2001 وخسرت الشركة ما قيمته 26 مليار دولار في تلك السنة. وعلى الرغم من ارتفاع إيراداتها في 2001 بمقدار 18% إلا أن نسبة صافي خسائر سيسكو بلغت مليار دولار. وتدنى سعر السهم الذي بلغت قيمته يوم كان "روث" يتحدث 113.50 دولار، إلى أن وصل في عام 2002 إلى 1.65 دولار، وهكذا وصلت أسهم الشركة التي بلغ سعر الواحد منها 52 دولارًا عندما نعتها "تشامبرز" بالطفرة، إلى الحضيض حيث بلغ 13 دولارًا. ولقد صارت الشركتان أكثر حرصًا في تنبؤاتهما عن المستقبل منذ ذلك الحين.

1 مقال "ليزا جبير" Optick Uptick، مجلة *Money* عدد أبريل 2000، صفحتا 54 و 55.

2 مقال "بروك ساوتهوول". "Cisco's Endgame Strategy" جريدة *Investment News* عدد 30 نوفمبر 2000، صفحتا 1 و23.

هل يصح أن تضع البيض كله في سلة واحدة؟

قال "آندرو كارنيجي" قبل قرن مضى: "ضع بيضك كله في سلة واحدة، وانتبه لهذه السلة ولا تشتت نفسك؛ فـالتركيز هـو سـر كـل نجـاح فـي الحيـاة". وكما أشار "جراهام" فإن "أضخم الثروات قد تحققت من الأسهم العادية" التي وضع أصحابها جميع أموالهم في استثمار واحد يعرفونه معرفتهم لأنفسهم.

ويعزو أثرياء أمريكا كلهم تقريبًا سبب تحقيقهم للثراء إلـى وضـعهم أموالـهم فـي اسـتثمار واحـد أو صـناعة واحدة أو حتى شركة واحدة (تذكر "بيل جيتس" و

شركة مايكروسوفت، وكذلك "سام وولتون" وسلسلة متاجر "وول مارت"، وآل "روكفلر"و شركة ستاندرد أويل"). ولقد هيمنت الثروات غير المعتمدة على التنويع على قائمة فوربس *Forbes* لأكثر أربعمائة ثري أمريكي منذ أن نشرت للمرة الأولى في 1982.

وعلى أية حال، لم يحدث أن جنيت الثروات الصغيرة بهذه الطريقة، كما لم يحدث أن ظلت الثروات الكبيرة على حالها بهذه الطريقة نفسها. وما أهمل "كارنيجي" ذكره هو أن وضع كل البيض في سلة واحدة هو أيضًا سر كل فشل في الحياة. وتمعن ثانية في قائمة فوربس للأثرياء. فلو رجعنا لعام 1982 لوجدنا أن متوسط صافي ثروة الفرد من هؤلاء الأربعمائة يبلغ 230 مليون دولار. وحتى يبقى الفرد من هؤلاء في القائمة نفسها إلى عام 2002، لم يكن يحتاج إلا إلى متوسط عائد سنوي لثروته يصل إلى 4.5 % في الوقت الذي كانت تمنح فيه البنوك عائدًا يفوق ذلك، بينما بلغ متوسط العائد السنوي لسوق الأسهم 13.2 %.

ولكن ما عدد أعضاء قائمة فوربس 400 والذين بقوا على القائمة من 1982 لما بعد ذلك بعشرين عامًا؟ الجواب هو 64 فقط من عدد الأعضاء الأصليين وهي نسبة هزيلة تبلغ 16% بقوا على القائمة حتى عام 2002. لقد كان إبقاؤهم جميع أموالهم في صناعة واحدة هو الشيء الذي أهّلهم في المقام الأول للبقاء على القائمة، وكانت تلك الصناعة هي الصناعة الرابحة في كل الازمان (كالبترول أو الغاز أو مكونات الحاسب الآلي أو الصناعات الأساسية) بينما استبعد منها الآخرون. فلم

يكن أي من هؤلاء الذين استُبعدوا من القائمة مستعدين رغم كل ما توفره الثروة العظيمة من مزايا استعدادًا كافيًا لمواجهة الشدائد؛ حيث لم يكن بوسعهم سوى الوقوف ثم التهاوي، مع كل صفعة تنزل بها التحولات الاقتصادية على سلتهم الوحيدة وعلى كل بيضهم 151 .

151 إنني أدين بملاحظة صعوبة بقاء الفرد ضمن قائمة فوربس 400، لمدير الاستثمار " كينيث فيشر " (أحد كتاب الأعمدة في مجلة *Forbes*).

حقيبة المكاسب السهلة

قد تعتقد أن مهمة تكوين حافظة أسهم تنطبق عليها معايير وأهداف "جراهام" تعد شيئًا يسيرًا في ظل عالم الإنترنت. ولكننا نعتقد أنه على الرغم من أن الإنترنت يمثل عونًا لك في هذا المضمار، فإنه لا يزال هناك الكثير من العمل الذي ينبغي عليك القيام به.

ولتمسك بنسخة من مجلة وول ستريت جورنال ، ولتقلب صفحاتها حتى تصل لقسم "المال والاستثمار"، ثم تصفح بطاقات الرصد الخاصة بمؤشري ناسداك ونيسي ولتر قوائم الأسهم اليومية التي وصلت لمستويات تدنٍّ جديدة خلال العام الماضي، وإنها لوسيلة سهلة للبحث عن الشركات التي تنجح في اختبارات "جراهام" لصافي رأس المال العامل. (وحاول الدخول على موقع http://quote.morningstar.com/highlow.html ?msection=Highlow).

ولتتحقق ما إن كان هناك سهم يباع بأقل من قيمة صافي رأس مال شركته العامل (وهو ما يطلق عليه أتباع "جراهام" "صافي الصافي")، قم بتحميل أو طلب أحدث تقرير ربع سنوي أو سنوي من موقع الشركة أو من قاعدة بيانات EDGAR على موقع www.sec.gov . بعد ذلك اطرح من الأصول الحالية للشركة إجمالي خصومها، بما في ذلك الخصوم من الأسهم الممتازة والديون طويلة الأجل (أو استعن بنسخة للاستقصاء الاستثماري لشركة فاليو لاين من المكتبة العامة بمحل إقامتك، حتى تتجنب سداد اشتراكها السنوي. وفي تلك النسخة ستجد أبوابًا، كل منها يحتوي على قائمة للأسهم التي بلغت الحد الأقصى في تدنيها، والتي قاربت في ذلك تعريف "جراهام" لها). وسوف ترى كيف بلغت أغلب هذه الأسهم الذروة وبقيت كذلك، كأسهم التكنولوجيا الفائقة والاتصالات السلكية واللاسلكية.

لقد بلغت قيمة أصول شركة كومفيرس تكنولوجي 2.4 مليار دولار في 31 أكتوبر من عام 2002 (على سبيل المثال)، وبلغت خصومها الإجمالية مليار دولار، وصافي رأس مالها العامل 1.4 مليار دولار. وبعدد أسهم يقل عن 190 مليونًا بسعر يقل عن 8 دولارات لكل سهم، كان إجمالي قيمة رأس المال السوقي لشركة كومفيرس يقل عن 1.4 مليار دولار. وحيث لم يرتفع سعر سهم كومفيرس عن القيمة النقدية والمخزون فيها، لم تكن مبيعات كومفيرس ولا أعمالها الجارية تحقق شيئًا. لقد كان "جراهام" يعلم أنك قد تخسر المال بشرائك سهمًا مثل كومفيرس لذلك نصحك بشراء مجموعتين منها،

وحيازتها لبعض الوقت وأن تكون صبورًا. أما في تلك الأحوال القليلة النادرة التي يلقي إليك السيد "سوق المال" بأسهم متدنية حقيقية، فكن على يقين من أنك ستجني المال بشرائها.

ما سياستك في الاستثمار الأجنبي؟

قد لا يكون الاستثمار في الأسهم الأجنبية إلزاميًّا على المستثمر الذكي، لكنه شيء ننصحه به. ولكن لمَ؟ حسنًا، دعنا في معرض الجواب عن هذا السؤال نَخُضْ في بعض التجارب الخيالية. لنفترض أنك ياباني وأننا في عام 1989. إليك طبيعة الوضع:

- • استمرت سوق الأسهم الياباني طيلة العقد الماضي في تحقيق معدل عائد سنوي يبلغ 21.2%، فيما قاربت سوق الأسهم الأمريكية كثيرًا معدل 17.5 %.
- • شرعت الشركات اليابانية في شراء كل ما أمامها في الولايات المتحدة بدءًا من ملاعب جولف بيبل بيتش إلى مركز روكفلر، في الوقت الذي صارت فيه الشركات الأمريكية كشركات دريكسل بيرنهام لامبيرت، و فاينانشيال كورب أوف أمريكا وتيكسيكو على شفا الإفلاس.
- • ماتت صناعة التكنولوجيا الفائقة في أمريكا فيما أخذت في الازدهار باليابان.

الآن يسعك وأنت في أرض الشمس المشرقة وفي عام 1989، أن تستخلص أن الاستثمار خارج أراضي اليابان إنما هو الفكرة الأسخف منذ فكرة آلات البيع بالنقدية

في الشوارع. وطبيعيًّا ستعمد لوضع مالك في الأسهم اليابانية.

ولكن ما نتيجة هذا؟ النتيجة هي أنك ستخسر على الأقل ثلثي مالك في غضون العقد التالي.

فما الدرس الذي نريدك أن تستخلصه من ذلك؟ ليس بالطبع امتناعك عن الاستثمار في الأسواق الأجنبية كسوق اليابان، وإنما أن على اليابانيين عدم حبس كل مالهم في اليابان وحدها. وعليك أنت أيضًا أن تحذو حذوهم. فإن كنت تعيش في الولايات المتحدة وتعمل بها، ويُدفع لك فيها بالدولار، فحينئذٍ أنت تراهن رهانًا مضاعفًا على اقتصاد الولايات المتحدة. فالحكمة تقضي أن تضع جانبًا من حافظتك الاستثمارية في مكان آخر؛ ذلك ببساطة لأنه ليس بمقدور أحد أيًّا كان أن يعلم الغيب وما سيحمله المستقبل لك ولاستثماراتك هنا أو هناك؛ فتخصيص ما يقارب ثلث أسهمك في الصناديق المشتركة التي تحوز أسهمًا أجنبية (بما فيها أسهم الأسواق الجديدة)، سيعينك على الوقاية من مخاطر كون باحتك الخلفية ليست دائمًا هي المكان الأمثل للاستثمار.

الفصل 8

المستثمر وتقلبات السوق

لن يتأثر المستثمر بتقلبات السوق، ولن يكون عليه أن يحسب لها حسابًا، ما دامت استثماراته تقتصر على السندات الممتازة، ذات فترة الاستحقاق القصيرة نسبيًا (والتي تبلغ سبع سنوات أو أقل). (ينطبق هذا أيضًا على ما في حيازته من السندات الادخارية الأمريكية، والتي يمكنه دومًا استدعاؤها بسعر التكلفة أو ما زاد عليه). أما سنداته الأطول أجلًا، فقد تتعرض لتقلبات سعرية أكثر حدة طوال فترة حيازتها، بينما ستكون حافظة الأسهم العادية هي الأشد عرضة للتقلبات في القيمة خلال أية فترة تمتد لعدة سنوات.

وينبغي أن يضع المستثمر هذه الاحتمالات في اعتباره وأن يستعد لها، سواء ماليًا أو نفسيًا. إن المستثمر سوف يسعى - ولا شك - للاستفادة من تغيرات مستويات السوق، وخاصة في صورة زيادة قيمة ما بحوزته من أسهم بمرور الوقت، وربما بالشراء ثم بالبيع بأسعار أعلى. وهذه رغبة فطرية ومشروعة. لكنها تعرضه في الوقت نفسه لخطر حقيقي؛ حيث تقوده للمضاربة توجهًا وسلوكًا. إنه من اليسير علينا أن ننهاك عن المضاربة، لكن سوف يكون من الصعب عليك الامتثال لنصيحتنا. فدعنا نكرر ما قلناه في مستهل حديثنا: إذا كنت ترغب في المضاربة، فافعل ذلك وعيناك مفتوحتان، ولتعلم أنك قد تخسر المال في نهاية المطاف؛ لذلك يتحتم عليك أن تحدد المبلغ الذي

ستغامر به، وافصله تمامًا عن خطة استثمارك.

علينا أولًا تناول الموضوع الأهم والمتعلق بالتغيرات السعرية في الأسهم العادية، ثم ننتقل فيما بعد لتناول السندات. لقد استعرضنا في الفصل الثالث تاريخ تحركات سوق الأسهم في مائة عام؛ لذلك سوف نستعين في هذا الجزء من الكتاب بمقتطفات مما سبق تقديمه في ذلك الفصل من آن لآخر لمعرفة الطرق المتباينة لتحقيق الربح، سواء كان ذلك في صورة ارتفاع طويل الأمد في قيمة حافظة لم يطرأ عليها أدنى تغيير نسبي خلال تقلبات السوق المتعاقبة ارتفاعًا وهبوطًا، أو في صورة احتمالات شراء إبان انخفاضات السوق ثم البيع عند وصول السوق لذروة ارتفاعها، ومن ثم تحقيق أرباح فورية.

تقلبات السوق دليلك لاتخاذ قرارات الاستثمار

نظرًا لما تتسم به الأسهم العادية - حتى تلك التي تنتمي إلى فئة الاستثمار الآمن - من تقلبات متكررة وكبيرة في أسعارها، ينبغي على المستثمر الذكي أن يولي اهتمامًا إلى إمكانية التربح من هذه التقلبات العشوائية. وأمامه سبيلان للوصول إلى هذه الغاية: سبيل التوقيت ، وسبيل التسعير . ونعني بالتوقيت محاولة توقع حركة سوق المال للشراء أو الحيازة عندما يكون من المتوقع اتجاه السوق نحو الارتفاع، أو للبيع والامتناع عن الشراء عند توقع اتجاهه نحو الهبوط. ونعني بالتسعير محاولة شراء الأسهم عندما يكون عرض سعرها منخفضًا عن قيمتها الحقيقية ثم بيعها عندما ترتفع عن

هذه القيمة. وهناك صورة أقل طموحًا لأسلوب التسعير مما سبق، ألا وهي بذل جهد يسير للتيقن من عدم قيامك بدفع ثمن باهظ مقابل ما تشتريه من أسهم. وهذا ما قد يكون كافيًا للمستثمر المتحفظ الذي يبني توجهه على الحيازة طويلة الأجل مما يصرفه عن الاهتمام بمستويات السوق.

نحن نعتقد أنه بوسع المستثمر الذكي تحقيق نتائج مرضية من التسعير بكلتا الطريقتين. كما أننا على يقين من أنه إذا ما أولى المستثمر جل اهتمامه إلى أسلوب التوقيت (بمعنى محاولة التنبؤ) وحده فسينتهي به الأمر كمضارب، وسوف يحقق النتائج نفسها التي يحققها المضارب. وقد لا يتجلى التمييز ما بين هاتين الطريقتين بوضوح للرجل العادي، بالإضافة إلى أنه لا يحظى بقبول واسع في وول ستريت. فبحكم ممارسات المهنة، أو ربما بسبب قناعة سائدة، يتشبث سماسرة الأسهم ومقدمو الخدمات الاستثمارية بالمبدأ القاضي بوجوب توجيه المضاربين والمستثمرين في الأسهم العادية عناية بالغة للتنبؤ بالسوق.

إننا نعتقد أنه كلما ابتعد المرء عن وول ستريت، خالجه شعور متزايد بالشك حول مسألة التنبؤ بسوق الأسهم أو التوقيت. وعلى الرغم من أنه لا ينبغي أن يأخذ المستثمر بجدية كل التوقعات التي تظهر بشكل شبه يومي في السوق، فإنه رغم ذلك يهتم بهذه التنبؤات، بل يتحرك بناءً عليها في الكثير من الحالات، ولكن لماذا؟ والإجابة هي أنه قد تم إقناعه بأنه من الأهمية بمكان أن يستمع للتنبؤات السائدة في السوق، وأن يثق بأن

تنبـؤات السـمسار أو الجـهة المقـدمة لخـدمات التنبـؤ بالسوق أجدر بالثقة من تنبؤاته هو 152 . .

152 لقد بلغ تأثير التنبؤ بإستراتيجيات السوق في نهاية التسعينيات درجة غير مسبوقة. لكن هذه التنبؤات مع الأسـف لم تكن دقيقة؛ ففي العاشر من مارس 2000 ويـوم بلغ مؤشر ناسداك ذروته ليغلق عند 5048.62، صرح "رالف آكامبورا" كبير المحللين الفنيين في شركة برودينشيال سيكيوريتيز في جريدة *USA Today* بأنه يتوقع لناسداك أن يرتفع ليبلغ 6000 نقطة خلال اثني عشـر أو ثمـاني عشر شهرًا. لكنـه علـى خـلاف هـذه التوقعات تراجع بعد خمسة أسابيع إلى 3321.29 نقطة، وعندها أعلن " توماس كالفين " محلل إستراتيجيات السوق في شركة دونالدسون لوفكين آند جينريت، أن "أمام المؤشر 200 أو 300 نقطة على الأكثر يليها ارتفاع بمقـدار ألفـي نقطـة". لكن ظل تـدهور المؤشـر مستمرًّا حتى بلغ الحضيض في التاسع من أكتوبر 2002 عندما وصل إلى 1114.11 نقطة. وفي مارس من عام 2001، تنبـأت "آبـي جوزيف كوهين" كبيرة محللي سياسات الاستثمار في شركة جولمان آند ساتشز كومباني بأن مؤشر إس آند بي 500 للأسهم سيغلق في نهاية السنة عند 1.650، وأن مؤشر داو جونز الصناعي سيغلق في عـام 2001 عنـد 13.000 نقطـة. ولقد أضافت السيدة "كوهين " قائلة: " نحن لا نتوقع أن يحدث ركود، وأعتقد أن أربـاح الشـركات سـتنمو علـى الأرجـح عند الإغلاق لتتماشى مع معدلات النمو في وقت لاحق هذا العام". لكن الذي حدث هو أن الاقتصاد الأمريكي غرق في

ركوده برغم ما قالته " كوهين"، وأغلق مؤشر إس آند بي في 2001 عند 1148.08 نقطة في حين أغلق داو جونز عند 10021.50، وهما قيمتان تتدنيان بنسبتي 30 % و 23 % عما تنبأت به.

لسنا هنا في موضع الحديث بالتفصيل عن محاسن التنبؤ بالسوق ومساوئه؛ فهناك عقول جبارة كرست نفسها لهذا المجال، ومما لا شك فيه أن هناك من استطاع جني المال بإتقانه تحليل السوق، ولكن من السخف الظن بأنه في إمكان العامة جني المال عن طريق التنبؤ بتحركات السوق، وإلا فمن الذي سيقدم على الشراء إذن عندما يهرع الجميع للبيع بغرض التربح؟ فإن توقعت أيها القارئ أن تحقق الثراء بمرور السنين باتباعك نظامًا أو باتباعك تنبؤات شركة أو جهة معينة، فاعلم أنك بهذا تحاول التفوق على كل المستثمرين الآخرين في السوق. لكن أبسط قواعد المنطق تخبرنا بأنه من العسير أن يتنبأ المستثمر العادي بتحركات السوق بنجاح يفوق عامة المستثمرين، التي هو نفسه جزء منها.

ويبدو أن هناك خاصية من خصائص فلسفة التوقيت لم يلحظها أحد. إن للتوقيت أهمية نفسية شديدة عند المضارب؛ لأنه يتعجل تحقيق الربح لأن فكرة انتظار عام قبل أن تزيد قيمة أسهمه لهي فكرة بغيضة بالنسبة له، بينما لا تشكل عبئًا على المستثمر العادي، فأي ميزة ينتظرها المضارب من الاحتفاظ بأسهمه دون حراك إلى أن يتلقى إشارة (يفترض أنها) جديرة بالثقة تنبئه بأن الوقت قد حان لبيع ما بحوزته؟ الجواب هو أنه سيجني

الفائدة فقط إن أدى به انتظاره إلى النجاح لاحقًا في شراء تلك الأسهم أو مثيلتها بأسعار متدنية بما يكفي لتوازن خسارة ما كان سيناله من حصيلة الاستثمار. ومعنى هذا أن أسلوب التوقيت لن يمثل قيمة للمستثمر ما لم يتسق مع أسلوب التسعير، أي ما لم يمكنه من إعادة شراء أسهمه بأسعار تقل كثيرًا عن السعر الذي باعها به.

ولقد كان لنظرية "داو" الشهيرة الخاصة بتوقيت الشراء والبيع سجل غير تقليدي في هذا الصدد؛ إذ إن هذا الأسلوب يستقي إشارة للشراء من خلال نوع خاص من أنواع "الطفرات" لمتوسطات السهم عند الجانب المرتفع وإشارة البيع من "طفرات" مماثلة من الجانب المنخفض. ولقد حقق اتباع هذا الأسلوب سلسلة غير منقطعة النظير من عمليات جني الأرباح امتدت من عام 1897 وحتى أوائل الستينيات. وعلى هذا الأساس ازدادت القيمة العملية لنظرية "داو" رسوخًا، وسيبقى الشك فيها إن وجد متعلقًا بمصداقية هذه "السجلات" في تصوير ما حققته نظرية "داو" فعليًا في السوق.

وتشير الدراسة المتأنية للأرقام إلى تغير جودة النتائج التي أظهرتها نظرية "داو" تغيرًا جذريًا بعد عام 1938، أي بعد سنوات قلائل من قيام وول ستريت بأخذ النظرية على محمل الجد. ولقد كانت أهم إنجازاتها الباهرة هو إعطاء إشارة البيع عند 306 نقاط قبل شهر واحد من انهيار عام 1929، وبالتالي ظل مؤيدوها بأمان طيلة الانهيار الذي استمر لفترة طويلة حتى استقامت الأمور مجددًا من تلقاء نفسها عند 84 نقطة في عام

1933. ولكن بداية من سنة 1938 وما تلاها، تمثل العمل الأساسي لنظرية "داو" في إخراج من يطبقها من السوق عند مستويات سعرية جيدة، ثم إرجاعهم إليه عند مستويات سعرية أعلى. وبعد ثلاثين عامًا من ذلك التاريخ كان بوسع المرء تحقيق نتائج أفضل فقط بالتزامه بشراء وحيازة أسهم مؤشر داو جونز الصناعي.

من وجهة نظرنا وبناءً على دراسة موسعة لتلك المشكلة، لم يأت التغير في نتائج نظرية "داو" مصادفة. بل إنه يشير إلى إحدى الخصائص الجوهرية لصيغ التنبؤ والتداول في مجالي المال والأعمال؛ حيث يصبح لتلك الصيغ أتباع وتكتسب الأهمية لما تحققه من نتائج جيدة طوال فترة زمنية، أو في بعض الأحيان لمجرد تماشيها مع السجل الإحصائي للماضي. ولكن كلما ازداد تقبل العامة لها تلاشت مصداقيتها. ويأتي هذا نتيجة لسببين: أولهما أن رياح التغيير التي تهب بفعل الزمن تحمل معها ظروفًا جديدة لا تلائمها الصيغ القديمة، وثانيهما أن شيوع نظرية ما من نظريات تداول الأسهم في السوق يؤثر في سلوكيات السوق نفسها، فتستجيب السوق بصورة تنتقص من إمكانات تحقيق تلك النظرية للربح. (ويبدو أن شيوع فكرة ما كنظرية "داو" يحمل مبررات استمراره بداخله، طالما أن تلك الفكرة تدفع السوق نحو الارتفاع أو الانخفاض بفعل تحركات مؤيديها عندما تصدر إشارة بيع أو شراء. لكنَّ "اندفاعًا" من هذا النوع من شأنه إلحاق الضرر بالمتعامل العام يفوق ما يوفره له من مميزات).

أسلوب الشراء بسعر متدنٍّ والبيع بسعر مرتفع

إننا مقتنعون تمامًا بأنه لا يسع المستثمر العادي التعامل بنجاح مع التحركات السعرية من خلال محاولات التنبؤ بها. ولكن هل يستطيع الاستفادة منها بعد أن تحدث بالفعل، بأن يشتري الأسهم بعد كل انخفاض هائل ثم يبيعها بعد كل ارتفاع كبير؟ والحقيقة أن تقلبات السوق التي جرت خلال مدة تمتد إلى عدة سنوات سبقت عام 1950 قد شجعت على مثل هذه الفكرة؛ فجوهر تعريف "المستثمر الداهية" أنه المستثمر الذي يشتري في أثناء فترات انخفاض السوق حين يقدم الجميع على البيع، ثم يبيع في أثناء انتعاش السوق وارتفاعها حين يقدم الجميع على الشراء. ولو نظرنا إلى الشكل الأول الذي يغطي تقلبات مؤشر ستاندرد آند بورز المركب خلال الفترة من عام 1900 وحتى عام 1970، وما يدعمها من أرقام تظهر في الشكل (3-1)، لأمكننا معرفة لماذا ظلت وجهة النظر هذه صحيحة حتى وقت قريب.

لقد مرت السوق ما بين عامي 1897 و 1949 بعشر دورات كاملة، بداية بأدنى درجات الهبوط وصولًا إلى أعلى درجات الانتعاش والصعود ثم يتكرر الهبوط مرة أخرى. ولم تستغرق ست من هذه الدورات أكثر من أربع سنوات، بينما امتدت أربع منها لحوالي ست أو سبع سنوات، وواحدة منها وهي المعروفة باسم دورة "الحقبة الجديدة" وهي التي استمرت من عام 1921 -1932 امتدت لإحدى عشرة سنة. وتفاوتت نسب تقدم السوق من الانخفاضات نحو الارتفاعات ما بين 44 % و 500 %، تراوح أغلبها ما بين نسبتي 50 % و100 %. كما تفاوتت نسب التدني ما بين 24% و 89 % تراوح أغلبها

بين نسبتي 40 % و50%. (وينبغي تذكر أن كل تدنٍّ بنسبة 50 % يعوض أثر ارتفاع بنسبة 100 %).

وقد اشتركت كل حالات الارتفاع في عدد من السمات الواضحة، مثل: 1) مستويات سعرية تاريخية مرتفعة. 2) نسب (سعر / أرباح) مرتفعة. 3) انخفاض عائدات التوزيعات بالمقارنة بعائدات بالسندات. 4) تزايد المضاربة حول الهوامش. 5) طروح مبدئية عالية السعر لأسهم منخفضة القيمة؛ ولهذا يبدو لمن يدرس تاريخ سوق الأسهم أن المستثمر الذكي ينبغي أن يكون قادرًا على تحديد فترات الهبوط والارتفاع الدورية، فيشتري في أثناء الأولى ويبيع في أثناء الثانية، وأن يقوم بهذا على فترات زمنية معقولة. ولقد تم تطوير العديد من وسائل تحديد المستويات الملائمة للبيع والشراء في السوق بناءً على عوامل القيمة أو نسبة تغيرات السعر أو كليهما.

ولكن تجدر الإشارة إلى أنه حتى قبل حالة الصعود غير المسبوق، والذي بدأ في عام 1949، ظهرت تفاوتات كافية في الدورات المتعاقبة للسوق تسببت في تعقيد، بل في بعض الأحيان في إحباط عمليات الشراء المرغوب فيها بأسعار متدنية والبيع بأسعار مرتفعة. كان أوضح هذه الاختلافات بالطبع حالة انهيار وتدني السوق والتي حدثت أواخر العشرينيات التي أطاحت بكل الحسابات جانبًا 153 . وحتى في عام 1949 لم يكن من المؤكد أن يستطيع المستثمر الاعتماد في وضع سياساته وإجراءاته المالية بصفة أساسية على أسلوب الشراء في أثناء انخفاض السوق والبيع في أثناء

ارتفاعها.

153 بدون حالات هبوط الأسواق التي تعيد أسعار الأسهم إلى انخفاضها، سوف يتملك الإحباط كل من ينتظر فرصة الشراء بأسعار قليلة، وغالبًا ما ينتهي به الأمر إلى التخلي عن حذره السابق والاندفاع نحو السوق بكل ثقله؛ ولهذا كانت رسالة "جراهام" حول أهمية التوازن العاطفي غاية في الأهمية؛ فلقد استمر مؤشر داو جونز الصناعي في الارتفاع دون توقف طوال الفترة من أكتوبر 1990 وحتى يناير 2000، ولم تزد أية خسارة له على 20 %، بينما تكبد خسارة تبلغ 10% ثلاث مرات فحسب. وقد بلغت المكاسب الكلية (دون حساب توزيعات الأسهم) طبقًا لشركة كراندال وبيرس 395.7%، وكانت تلك هي ثاني أطول فترة انتعاش متصلة طوال القرن الماضي، ولم يجاوزها طولًا سوى الازدهار الذي امتد من عام 1949 - 1961. وكلما طالت فترة الصعود والانتعاش، ازدادت إصابة المستثمرين بفقدان الذاكرة حدة، ونسوا أن فترات الانتعاش لابد أن تتبعها فترات هبوط وانخفاض، ولكن من ينسى تُذكره الأيام. وفي سوق الأسهم لا تكون الذكريات التي يتم اجترارها مبهجة دائمًا.

ولكن اتضح فيما بعد أن العكس هو الصحيح؛ فقد خرج سلوك السوق طوال الأعوام العشرين الماضية على القالب السابق، ولم يستجب لما اعتبر في السابق إشارات عتيدة للتحذير من الخطر، وبالتالي لم تفلح إستراتيجية الشراء بسعر متدنٍّ، والبيع بسعر مرتفع هنا.
ولا ندري ما إذا كان ذلك الأسلوب سينجح من جديد أم

ولقد كان هذا الأسلوب يتسم بميزة مزدوجة تتمثل في أنه مقنع من الناحية المنطقية (ومتحفظ) وحقق نتائج ممتازة عند تطبيقه على السوق طوال عدة سنوات في الماضي. لكن لسوء الطالع فإن ذلك الأسلوب ازداد انتشارًا في الوقت الذي تدنى فيه مستوى أدائه للغاية. فقد وجد العديد من "مخططي الصيغ" أنفسهم وقد خرجوا تمامًا أو تقريبًا من سوق الأسهم عند مستوى معين في منتصف الخمسينيات. وعلى الرغم من أنهم حققوا أرباحًا عظيمة بالفعل، فإنهم أفلتوا زمام السوق من بين أيديهم بعد ذلك، ولم توفر لهم هذه الصيغ سوى فرص ضئيلة لمعاودة شراء ما باعوه من أسهم عادية 155 .

155 كان من الممكن أن يقوم "مخططو الصيغة" ببيع أسهمهم كلها بحلول نهاية عام 1954، وذلك بعد أن ارتفعت سوق الأسهم الأمريكية بنسبة 52.6 % والذي يمثل ثاني عائد سنوي مرتفع يتم تحقيقه على الإطلاق. لكن في غضون السنوات الخمس التي تلت ذلك كان من المرجح أن يصيروا مهمشين بعد أن تضاعفت قيمة الأسهم التي باعوها.

ومما لا شك فيه أن هناك تشابهًا بين تجربة أولئك الذين تبنوا تطبيق أسلوب صيغ الاستثمار في أوائل الخمسينيات وأولئك الذين اتبعوا النسخة الميكانيكية من نظرية "داو" قبل ذلك التاريخ بعشرين عامًا؛ ففي كلتا الحالتين حقق الأسلوب المتبع شعبيته في اللحظة ذاتها التي بطلت فيها فاعليته. ولقد مررنا بتجربة سببت لنا شعور الإحباط ذاته في أسلوبنا الخاص

"بالقيمة المركزية"، والذي اتبعناه في تحديد مستويات البيع والشراء مع مؤشر داو جونز. ويبدو أن الحالة النفسية التي كانت سائدة هي أنه كلما كانت هناك طريقة سهلة وميسورة لجني المال في سوق الأسهم يستطيع أن يتبعها عدد كبير من الأفراد، زاد احتمال عدم استمرارها 156 . كما يبدو أن تعليق "سبينوزا" الختامي "كل الأشياء الرائعة صعبة المنال بقدر ما هي نادرة الحدوث" ينطبق على سوق المال مثلما ينطبق على الفلسفة.

156 إن أساليب تحقيق المكسب السريع السهل في سوق الأسهم سرعان ما تتلاشى لسببين: أولهما الميل الطبيعي للتيارات الموجودة في السوق إلى السير في الاتجاه المعاكس بمرور الزمن أو ما يطلق عليه " نكوص السوق على عقبيه"، وثانيهما هو تقبل الأفراد السريع لأسلوب انتقاء الأسهم؛ مما يفسد على من دخلوا السوق أولًا كل متعة يشعرون بها. (ولاحظ كيف كان "جراهام" أمينًا ولطالما كان أمينًا في قوله " خبرة محبطة "، وصريحًا في اعترافه بأخطائه). وارجع لمقال "جاسون زفايج " بعنوان " Murphy was an Investor " والذي نشر بمجلة *Money* يوليو 2002، في الصفحتين 61، 62 والمؤلف نفسه في مقال " New Year's Play " بالمجلة نفسها، عدد ديسمبر 2000، في الصفحتين 89،90.

تقلبات السوق التي تشهدها الحافظة الاستثمارية للمستثمر

ينبغي على كل مستثمر يمتلك أسهمًا عادية أن يتوقع

تقلب قيمتها بمرور الزمن. وربما يعكس سلوك مؤشر داو جونز منذ كتابة النسخة الأخيرة لهذا الكتاب في عام 1964 على نحو جيد ما حدث لمحافظ المستثمرين المحافظين التي تعتمد على أسهم الشركات الكبيرة الرائدة والمتحفظة في تمويلها؛ إذ تعاظمت القيمة الكلية من متوسط يبلغ 890 إلى 995 في عام 1966 (لتعود إلى 985 ثانية في عام 1968)، ثم لتتدنى إلى 631 في عام 1970، ثم لتحقق انتعاشًا كليًّا وتبلغ 940 في عام 1971. (نظرًا لأن الإصدارات الفردية تتحدد نقاط ارتفاعها وانخفاضها في مختلف الأوقات، كانت تقلبات مجموعة داو جونز ككل أقل حدة عنها إذا نظرنا إليها كمكونات منفصلة). ولقد تتبعنا تقلبات السعر التي مرت بها الأنواع الأخرى من محافظ الأسهم العادية المتنوعة والمحافظة، وتوصلنا إلى أنه ليس من المحتمل أن يوجد اختلاف ملحوظ في النتائج الإجمالية عما هو مذكور آنفًا. وبصفة عامة، تمر أسهم شركات الصف الثاني 157 بتقلبات أشد من تلك التي تمر بها الشركات الرائدة، ولا يعني هذا بالضرورة تحقيق الشركات الصغرى لنتائج أدنى طوال فترة طويلة من الزمن. وعمومًا على المستثمر أن يوطن نفسه مقدمًا ليس على إمكان، بل على احتمال تحقيق ما في حيازته من أسهم لزيادة قد تصل إلى 50 % أو أكثر على أدنى قيمها، أو لانخفاضها بمقدار ثلث أعلى قيمها أو أكثر خلال مختلف الفترات في غضون السنوات الخمس القادمة 158 .

157 إن هذه التسمية التي وضعها "جراهام" لا تنطبق

اليوم إلا على أي من آلاف الأسهم التي لا تندرج تحت مؤشر S&P500 . ويمكنك الحصول على قائمة بأسماء جميع الأسهم التي تندرج تحت هذا المؤشر، وعددها خمسمائة من الموقع التالي:
www .standardandpoors.com .

158 دقق فيما يقوله "جراهام" هنا. إنه يقول ليس فقط إمكانية بل احتمال أيضًا، أن يرتفع سعر أسهمك على الأقل بـ 50 % من أدنى سعر له، ويخسر على الأقل 33% من أعلى سعر له، وذلك بغض النظر عن طبيعة الأسهم التي في حوزتك، أو ما إن كانت السوق آخذًا في الارتفاع أو الانخفاض. فإن لم يكن بوسعك التعايش مع ذلك، أو تظن أن محفظتك مستثناة بصورة سحرية من ذلك، فليس لك الحق في أن تطلق على نفسك اسم مستثمر. (يشير "جراهام" للتدهور بنسبة 33% بقوله: "ما يعادل الثلث" لأن زيادة بمقدار خمسين بالمائة ترفع سعر سهم يبلغ 10 دولارات لتجعله 15 دولارًا. ومن 15 دولارًا تعيده بعد خسارة تصل إلى 33 % (أو 5 دولارات) إلى 10 دولارات كما كان).

إن المستثمر الجاد لا يقتنع بأن تقلبات سوق المال اليومية أو حتى الشهرية تزيده غنى أو فقرًا. ولكن ماذا عن التغيرات الأكبر والأطول زمنًا؟ عند هذه المرحلة تطرح بعض الأسئلة العملية نفسها، ومن المرجح أن تزداد المشكلات التي يواجهها المستثمر تعقيدًا. إن أي ارتفاع هائل تشهده السوق يعد مبررًا للرضا كما يثير كذلك شعورًا بالقلق، لكنه قد يمثل في الوقت ذاته إغراءً قويًا للقيام بأفعال متهورة: فأسهمك قد ازدادت

على الفصل الرابع.

تقييم الشركات ضد تقييم سوق الأسهم

يمكـن النظـر إلـى تـأثير تقلبات السـوق فـي الوضع الحقيقي للمستثمر من وجهة نظر حامل السهم بوصفه مالكًا لأجزاء شركات متعددة. إن حامل السهم القابل للتداول يتمتع بوضع مزدوج، وهو في ذلك لديه الخيار ليتمتع بمزايا أي الوضعين شاء. فمن ناحية يتشابه وضعه ووضع الحامل لقلة من الأسهم أو الشريك الصامت في نشاط أو مشروع خاص. تعتمد نتائجه اعتمادًا كليًا على أرباح المشروع أو على تغير قيمة أصولها. وهو في العادة يحدد قيمة فائدة مثل هذا المشروع الخاص عن طريق تحديد حصته من صافي القيمة كما يظهر في أحدث ميزانية عمومية. ومن ناحية أخرى، يمتلك حائز الأسهم العادية قصاصة من الورق المطبوع (شهادة بالأسهم)، يمكن بيعها في غضون دقائق بسعر يتغير من دقيقة لأخرى، وبقيمة غالبًا ما تختلف كثيرًا عن قيمتها في الميزانية العمومية 160 .

160 تمنح أغلب الشركات اليوم "شهادة مطبوعة للأسهم" فقط عند الطلب؛ إذ يجري التعامل على الأسهم إلكترونيًا (كما هي الحال بالنسبة للمعاملات المصرفية التي يستخدم فيها الحاسب سواء دائنة أو مدينة، وليست العملة النقدية الفعلية)؛ ولهذا أصبحت أيسر في التعامل عما كانت عليه في أيام "جراهام".

لقد زاد تطور سوق الأسهم خلال العقود الأخيرة من

اعتماد المستثمر التقليدي على تسعير الأسهم، كما قلل من حريته السابقة في اعتبار نفسه مجرد مالك مشروع. ويرجع السبب في ذلك إلى أن الشركات الناجحة التي قد يركز استثماراته فيها، تقوم ببيع أسهم بأسعار تفوق كثيرًا قيمة صافي أصولها (أو القيمة الدفترية أو قيمة ميزانيتها العمومية). وبإقدام المستثمر على تحمل الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية الأقل، يصبح رهينة تقلبات الحظ؛ وذلك لأنه مضطر للاعتماد على سوق الأسهم نفسها لتحديد ما يشتريه من أسهم 161 .

161 القيمة الصافية للأصول، والقيمة الدفترية، وقيمة الميزانية العمومية، وقيمة الأصول الملموسة، هي كلها مرادفات لصافي أصول الشركة، أو القيمة الإجمالية لأصول الشركة مالية أو مادية مطروحًا منها إجمالي الخصوم. ويمكن حسابها باستخدام الميزانيات العمومية الواردة في التقارير السنوية وربع السنوية، باستخدام حصة ملكية حملة الأسهم، ثم طرح كل الأصول "الضعيفة" مثل: الشهرة التجارية، والعلامة التجارية، وغيرها من الأصول غير الملموسة. ثم قسمة الحصيلة على إجمالي عدد الأسهم القائمة لتحديد القيمة الدفترية لكل سهم.

وعلى الرغم مما يمثله هذا العامل من أهمية شديدة بالنسبة للاستثمار في وقتنا هذا، فإنه لم يحظ بالاهتمام الكافي. إن هيكل تسمية الأسعار في سوق الأسهم ككل ينطوي على تناقض ذاتي، فكلما كان سجل الشركة ناجحًا ومبشرًا، وهنت العلاقة بين سعر أسهمها وقيمتها الدفترية، وكلما زاد الفرق بين سعر البيع والقيمة

الاسمية عن القيمة الدفترية تضاءلت مصداقية أسس تحديد قيمته الحقيقية بمعنى أن يتزايد اعتماد تلك "القيمة" على تغير اتجاهات السوق ومعاييرها، وهو الأمر الذي يقودنا إلى أكبر المفارقات على الإطلاق وهي أنه كلما ازدادت الشركة نجاحًا كانت أسعار أسهمها أكثر عرضة للتقلبات. يعني هذا في الحقيقة أنه كلما زادت جودة السهم العادي، أضحت قيمته مثارًا للمضاربة ، على الأقل إذا ما قورن بالإصدارات متوسطة المستوى 162 (وينطبق ما قلناه على مقارنة شركات النمو إلى جانب عدد كبير من الشركات الجيدة، وإننا نستثني من ذلك الأسهم التي تكون شديدة المضاربة؛ لأن الشركة المصدرة لها تكون مضاربة أيضًا).

162 ولعل في استخدام "جراهام" لفظة "مفارقة" هنا إلماحًا إلى المقالة الشهيرة لـ "ديفيد دوراند" " Growth Stocks and the petersburg Paradox " " *Journal of Finance* "، المجلد الثاني عشر عدد رقم 3 سبتمبر 1957، الصفحات 348 -363، والتي تقارن ما بين الاستثمار في الأسهم متزايدة القيمة ذات السعر المرتفع، والمضاربة في العملات متقلبة القيمة، والتي تأتي بعائد متزايد مع كل تقلب في قيمتها. ويشير "دوراند" إلى أنه إذا زادت قيمة هذه الأسهم بمعدل مرتفع لأجل غير مسمى، فعلى المستثمر (نظريًا) أن يشتريها بأي ثمن. ولكن لِمَ إذن لم يبع أي سهم فعليًا بهذه القيمة المبالغ فيها؟ والإجابة عن هذا السؤال هي لأنه كلما كان معدل النمو المتوقع مرتفعًا طال أمد الفترة التي يستغرقها هذا النمو، وكلما تزايد هامش

الأخطاء، كان ثمن أي خطأ ولو بسيطًا في الحسابات فادحًا. وسيناقش "جراهام" هذه المشكلة بتوسع في ملاحق الكتاب.

ينبغي أن يفسر ما ذكرناه آنفًا السلوك السعري الشاذ لأسهم أنجح شركاتنا وأكثرها إثارة للإعجاب. ومثالنا المفضل في هذا هو جوهرة تاجهم، الشركة العالمية للتكنولوجيا آي بي إم، والتي تدهور سعر سهمها من 607 إلى 300 خلال سبعة أشهر في عامي 1962 و 1963. وبعد دورتين تدنى سعر سهمها ثانية من 387 إلى 219 في عام 1970. وحدث الأمر نفسه مع زيروكس، إحدى الشركات التي حققت مكاسب مثيرة للإعجاب خلال العقود الأخيرة؛ إذ تدنى سهمها من 171 إلى 87 ما بين عامي 1962 و 1963، ومن 116 إلى 65 في عام 1970. ولا تعكس هذه الخسائر الفادحة وجود شكوك في النمو طويل الأمد المتوقع لـ زيروكس، و آي بي إم، وإنما تعكس وجود مبالغة في تقييم الفارق بين سعر البيع والقيمة الاسمية التي قامت بها السوق نفسها فيما يخص هاتين الشركتين ذواتي الأداء الجيد للمستثمر.

تقودنا المناقشة سالفة الذكر إلى نتيجة عملية غاية في الأهمية للمستثمر المتحفظ عند تعامله مع الأسهم العادية؛ فلو أنه وجه بعض الاهتمام لاختيار محفظته، لكان خيرًا له التركيز على الأسهم التي تباع بسعر يقارب قيمة أصولها الملموسة، أو يعلو سعرها عن قيمتها الملموسة بمقدار الثلث ليس أكثر. فطبقًا للمنطق، تعد المشتريات عند هذين المستويين متوافقة مع الميزانية

العمومية للشركة، ويكون لها ما يبررها ويدعمها بعيدًا عن تقلبات أسعار السوق. إن ارتفاع الفرق بين السعر والقيمة الاسمية عن القيمة الدفترية يمكن اعتباره نوعًا من الرسوم الإضافية التي تم سدادها مقابل ميزة إدراج الأسهم في البورصة، وبالتالي إمكانية تسويقها.

وينبغي توخي الحذر في هذا الموضع؛ فالسهم لا يصبح استثمارًا سليمًا فقط لمجرد إمكانية شرائه بقيمة تقارب قيمة أصوله. وعلى المستثمر أن يبحث كذلك عن معدل سعر إلى أرباح مرضٍ ومركز مالي قوي، بالإضافة إلى توافر احتمالات الحفاظ على الأرباح عبر السنين. وقد يبدو في ذلك مبالغة في المطالب بالنسبة لسهم متواضع السعر، لكنه أمر ليس صعبًا في كل أحوال السوق إلا في حالة ظروف الارتفاع الخطير في السوق. كما لن يجد المستثمر صعوبة في العثور على الكثير من الأسهم التي تستوفي هذه الشروط ما إن يتوقف عن الطموحات المبالغ فيها (أي عن البحث عن الشركات المتوقع لها أن تحقق نموًّا يفوق المعدل المتوسط).

وسنعرض في الفصلين الخاصين بانتقاء الأسهم العادية (الفصلين الرابع عشر والخامس عشر) ما يؤكد استيفاء أكثر من نصف أسهم داو جونز الصناعي في نهاية عام 1970، لمعيارنا الخاص بقيمة الأصول. إن أكثر الاستثمارات انتشارًا أمريكان تيل آند تيل تبيع أسهمها بأدنى من قيمة أصولها الملموسة في الوقت الذي نسطر فيه صفحات هذا الفصل. بل أغلب الأسهم الرائجة والقوية، تباع اليوم (أوائل 1972)، إضافة لمزاياها الأخرى بسعر يقارب كثيرًا قيمة أصولها.

ويستطيع المستثمر صاحب الحافظة القائمة على الأسهم التي تتمتع بمثل هذه القيمة الدفترية النظر إلى تقلبات سوق الأسهم نظرة محايدة ومستقلة لا تتوافر لأصحاب الأسهم المشتراة بأضعاف قيمة مكاسبها وأصولها المنظورة. وما دامت أسهمه تحقق له أرباحًا مرضية، فلن يتملكه الخوف من تقلبات سوق الأسهم. بل الأكثر من هذا، سيسعه في بعض الأحيان استغلال هذه التقلبات في الشراء بأسعار متدنية ثم البيع لاحقًا بأسعار مرتفعة.

مثال شركة إيه آند بي

لابد لنا الآن من تناول أحد الأمثلة الشهيرة، والتي استمر ولعنا بها لسنوات عدة لما بها من خصائص فريدة كشركة وكاستثمار. ونقصد هنا مثال شركة جريت أتلانتك آند باسيفك تي، وسنسرد عليك قصتها:

طُرحت أسهم هذه الشركة - جريت أتلانتك آند باسيفك تي - للتداول في سوق كيرب أو البورصة الأمريكية الآن في عام 1929، وبيعت بسعر مرتفع بلغ 494. لكن بحلول عام 1932، تدنى سعر هذه الأسهم ليصل إلى 104 رغم أن مكاسب الشركة في هذه السنة المأساوية قاربت مكاسبها طيلة الأعوام السابقة. وفي عام 1936، تراوح سعر السهم ما بين 111 و 131، ليتدنى خلال فترة الكساد والهبوط خلال عام 1938 إلى 36.

لقد كان السعر غير عادي. ونعني بهذا أن كلًّا من أسهم الشركة الممتازة والعادية حققت مبيعات تبلغ 126

مليون دولار، رغم أن الشركة كانت قد أعلنت لتوها أن قيمة ما بحوزتها من نقدية لم يتجاوز 85 مليون دولار، وأن رأس مالها العامل (أو صافي أصولها الحالية) لم يتجاوز 134 مليون دولار. وشركة جريت أتلانتك آند باسيفك تي هي أكبر سلسلة محلات التجزئة في الولايات المتحدة إن لم تكن في العالم، وحققت سجلًا متواصلًا ومذهلًا من الأرباح لسنوات عدة. ولكن في عام 1938 تم تقييم أسهم هذه الشركة الراسخة القوية في وول ستريت بأقل من أصولها الحالية وحدها، كما لو كانت الشركة بسبيلها لتحويل تلك الأصول لأموال سائلة..! ولكن لِمَ كان ذلك؟ أولًا كانت هناك مخاطر فرض ضرائب خاصة على سلاسل محلات التجزئة، ثانيًا لتدني صافي ربح الشركة في العام السابق، ثالثًا بسبب الركود الذي ساد السوق بصفة عامة. ولقد كانت هناك مبالغة في أول هذه الأسباب الثلاثة، حيث لم يكن لتلك المخاوف أي أساس، كما لم يعد السببان التاليان أكثر من مجرد ظروف مؤقتة زالت بعد ذلك.

ودعنا نفترض أن المستثمر قد ابتاع السهم العادي لشركة جريت أتلانتك آند باسيفك تي في عام 1937 بسعر يبلغ ضعف متوسط أرباح الشركة خلال خمسة أعوام بمعدل 12 مرة، أو بسعر يبلغ 80 نقطة تقريبًا. ولسنا نشير هنا إلى أن انهيار قيمة السهم إلى 36 بعد ذلك ليس مهمًّا بالنسبة للمستثمر، وإنما كنا سننصحه بالتفكير مليًّا في وضعه لمعرفة ما إذا كان قد أخطأ في حساباته أم لا. فإن كان قد درس قراره دراسة متأنية وهو ما ينبغي أن يكون قد حدث عندئذٍ فينبغي عليه

التغاضي عن الانهيار الذي حل بالسوق واعتباره ظرفًا مؤقتًا، إلى أن تتوافر له الموارد فيحسن استغلال هذا الانهيار بشرائه المزيد من الأسهم بأسعار رخيصة.

العواقب والنتائج

ارتفعت قيمة أسهم جريت أتلانتك آند باسيفك تي في العام التالي لتبلغ 117.5 أو ثلاثة أضعاف سعر عام 1938 المتدني لتزيد بذلك على متوسط سعرها في عام 1937. وهذا سلوك غير مألوف بالنسبة للأسهم العادية، وإن كان أكثر إدهاشًا في حالة جريت أتلانتك آند باسيفك تي. وخلال الأعوام التي تلت 1949 تزايدت أسهم سلسلة محلات البقالة. واستمرت في التزايد إلى أن جاء تقسيم الأسهم في عام 1961 (بمعدل 10 إلى 1) ليصل سعر السهم إلى 70.5 نقطة وهو ما يعادل 705 نقاط بحساب عام 1938.

وقد كان هذا المعدل (70.5) مذهلًا لأنه بلغ ضعف أرباح عام 1961 بـ 30 مرة؛ ومما لا شك فيه أن نسبة (السعر / الأرباح) هذه والبالغة ضعف نتائج داو جونز للعام نفسه بمعدل 23 مرة قد أثارت التوقعات بحدوث نمو هائل في الأرباح المستقبلية. إلا أنه لم يكن هناك ما يدعم هذا التفاؤل في سجلات أرباح الشركة خلال الأعوام السابقة وثبتت عدم صحته بالمرة. فبدلًا من تزايد الأرباح زيادة سريعة أخذ منحنى الأرباح يتجه نحو الهبوط. وتدنى السعر في السنة التي تلت بلوغه 70.5 لأقل من النصف؛ حيث بلغ 34 نقطة فقط. ولم يعد سعر السهم مثلما كان في عام 1938. وبعد تقلبات شتى،

تدنى السهم لمستوى سعري أقل من سابقه؛ حيث بلغ 21.5 للسهم في 1970، ثم 18 في 1972 ليعاني أول حالة عجز ربع سنوية في تاريخه.

تدلنا هذه الإطلالة التاريخية كيف يمكن لشركة رائدة أن تتعرض لتقلبات بالغة خلال فترة وجيزة لا تتعدى جيلًا واحدًا من الزمن، وكيف اختلفت عملية تقييم أسهمها وتباينت تبعًا لما يشعر به الأفراد حيالها من تفاؤل أو تشاؤم. لقد توارت أسهم الشركة بحق في عام 1938 غير مأسوف عليها، إلى أن عاود الجمهور التهافت عليها ثانية في عام 1961 وبأسعار مبالغ للغاية في ارتفاعها. تلت ذلك خسارة سريعة لنصف القيمة السوقية للسهم، أعقبها تدهور آخر فادح بعدة سنوات. في الوقت ذاته، تحولت الشركة من تحقيق مكاسب فائقة إلى تحقيق مكاسب عادية أو متوسطة؛ حيث تدنت مكاسبها في ظل رواج عام 1968 عن تلك التي حققتها عام 1958؛ حيث كان عليها سداد سلسلة من توزيعات الأسهم الصغيرة المربكة لا تغطيها الإضافات الحالية إلى فائض الأرباح، وهكذا دواليك. وفي عامي 1961 و 1972 عادت شركة جريت أتلانتك آند باسيفك تي لتكون أكبر مما كانت عليه عام 1938، ولكنها لم تكن أحسن حالًا من الناحية الإدارية ولا من ناحية تحقيق الربح، ولم تعد تتمتع بالقدر نفسه من الجاذبية لدى المستثمرين 163 .

163 وليس في التاريخ الأحدث للشركة ما يختلف عن هذا؛ فبنهاية عام 1999، كان سعر سهمها 27.875 دولار، ثم تدنى في نهاية عام 2000 ليصل إلى 7 دولارات. ثم

ليرتفع بعد ذلك بعام إلى 23.78، وليصل إلى 8.06 دولار بنهاية عام 2002. وعلى الرغم من أن الشركة قد أظهرت مؤشرات محاسبية غير اعتيادية، فإنه يستعصي على المرء تصديق حدوث انهيار لأسهم شركة بهذا الرسوخ في عام واحد لربع قيمتها، ثم لتتضاعف هذه القيمة العام التالي، ثم لتتدنى إلى الثلث بعد هذا بعام!

هناك درسان يمكن تعلمهما من هذه القصة. أولهما هو أن سوق الأسهم قد تبلغ سيرها نحو الاتجاه الخاطئ مبلغًا عظيمًا وهو ما قد يتيح للمستثمر الحذِر فرص استغلال هذه الأخطاء الصارخة. أما الدرس الآخر فهو أن التغير الذي يطرأ على خصائص الشركات وعلى مستوى جودتها بمرور الزمن، قد يكون في صالحها أحيانًا، أو في غير صالحها في أغلب الأحيان. ولهذا لا ينبغي أن يظل المستثمر يراقب أداء شركاته من بعيد كالنسر المحلق في الأجواء العالية، بل عليه أن يدنو منها وينظر لها نظرة فاحصة من آن لآخر.

ودعنا نعد للمقارنة ما بين حامل الأسهم القابلة للتداول وبين الشخص المهتم بنشاط خاص. لقد قلنا إن الأولى له أن يعد نفسه مالكًا جزئيًا لمختلف المشروعات التي استثمر أمواله فيها، أو حاملًا لأسهم قابلة للبيع في أي وقت يرغب فيه بسعر السوق.

لكن انتبه لتلك الحقيقة المهمة: قلما يُدفع المستثمر الحقيقي لبيع أسهمه، وفيما عدا هذا، له مطلق الحرية في التغاضي عن مستويات سعر السوق المتغيرة. فلا حاجة له للاهتمام بسعر السهم السوقي إلا عندما يبلغ

مستوى يحفزه على بيع أسهمه 164 . أما المستثمر الذي يسمح لنفسه بالقلق غير المبرر لتقلبات السوق وعثراته عندئذٍ يحيل الميزة التي يتمتع بها إلى عيب. ولكان خيرًا له لو لم يكن لأسهمه سعر سوقي؛ حيث كان سيحتفظ عندئذٍ باتزانه الذي يفقده كلما أخطأ الآخرون في الحكم على أوضاع السوق 165 .

164 استخدم الكاتب هنا عبارة " only to the extent that it suits his book " وهي عبارة تعني مدى الجاذبية التي يتمتع بها السعر مما يبرر بيع السهم؛ فالسجل (book) في لغة السمسرة التقليدية هو الدفتر الذي تسجل فيه حيازات وتعاملات المستثمر.

165 قد تكون هذه هي أهم عبارة قالها "جراهام" في هذا الكتاب؛ فمن خلال هذه الكلمات، أوجز "جراهام" خبرة عمره كله. وقد لا تصادفك هذه الكلمات كثيرًا؛ إذ إنها الضربة القاضية للأسواق الهابطة. فإن أبقيتها قيد نظرك واسترشدت بها طيلة تجربتك في الاستثمار، فستضمن لك النجاة بغض النظر عما تلقي به السوق في وجهك.

ومن قبيل المصادفة أن مثل هذا الموقف المتفشي حدث بالفعل خلال فترة الكساد العظيم ما بين عامي 1931 - 1933. وكانت هناك ميزة تنافسية حينها في حيازة أسهم في المشروعات التي لم يكن لها سعر سوقي. وكان في استطاعة الذين حازوا الرهن العقاري لأول مرة وهو مستمر في إدراره للفوائد أن يحدثوا أنفسهم بأن استثماراتهم احتفظت بقيمتها كاملة لعدم

وجود تسمية سعرية في السوق تخبرهم بعكس ذلك. وعلى النقيض من ذلك عاني العديد سندات الشركات المدرجة بالبورصة والتي بلغت مستويات جودة وقوة بـالغين تقلـصًا حـادًّا فـي أسـعارها السـوقية؛ مما حدا بالمسـتثمرين فيـها للاعتقـاد بأنـهم يزدادون فقرًا. أما الحقيقة فهي أنه كان خيرًا لأولئك المالكين لو اقتصرت ملكيتهم للأسهم على السندات المدرجة بالبورصة، رغم انخفاض أسعارها. فلو أقدموا على ذلك، لكان بوسعهم فــي أسـوأ حـال بـيع مـا بحوزتـهم مـن أسـهم، وربمـا مقايضتها بأخرى أبخس ثمنًا وأعلى ربحًا، أو لاستطاعوا ببعض المنطق النظر إلى تقلبات السوق كظرف مؤقت لا يحمل الكثير من الدلالات. لكننا نرى أنه من قبيل خداع النفـس أن يحـدث المرء نفسـه بأنـه لم يتـأثر بتقلص السوق، لا لشيء إلا لأن ما بحوزته من سندات ليست له قيمة سوقية على الإطلاق.

فإذا عدنا لمثال شركة جريت أتلانتك آند باسيفك تي في عام 1938؛ لأكدنا أنه ما دام المستثمر قد أبقى على مــا بحوزتــه مــن أسهم، فلـن يعـاني تـدني أسـعارها السوقية، ولتجاوز بهذا حكمه الشخصي على الموقف نتيجة لتقلص قيمتها الأساسية أو الجوهرية. ولو لم يحدث مثل هذا التقلص، لكان له الحق في أن يتوقع معاودة السوق لمستواها الذي كان في عام 1937 أو لمسـتوى أفضـل منه، وهو ما حـدث بالفعل في العام التالي. ومن هذا المنطلق ظل موقفه جيدًا كما لو كان يمتلك فوائد في مشروع خاص ليس لأسهمه تسمية سعرية في السوق. أو كان بمقدوره في هذه الحالة أيضًا

أن يربط هذا الانخفاض بعملية الركود الحادثة في عام 1938 وفقًا لما حدث لشركته.

ويجادل الذين ينتقدون تطبيق أسلوب القيمة على الاستثمار في الأسهم قائلين إنه لا يصح اعتبار ولا تثمين الأسهم العادية المدرجة بالأسلوب نفسه الذي تقدر به فوائد المشروع الخاص؛ ذلك لأن وجود سوق منظمة "يضفي على الأسهم العادية خاصية جديدة ومهمة للغاية، ألا وهي خاصية السيولة". ولكن أليس ما تعنيه تلك السيولة حقًّا هو: أولًا انتفاع المستثمر بالتثمين اليومي والمتغير لسوق الأسهم لما في حيازتها أيًّا كانت جودة هذا التثمين ، وثانيًا تمكين المستثمر من زيادة استثماراته أو تقليلها طبقًا لمؤشرات السوق اليومية أينما شاء ذلك . لهذا يوفر وجود سوق منظمة لإدراج الأسهم للمستثمر خيارات لم تكن لتتاح له لو لم يتم إدراج أوراقه المالية في هذه السوق. وفي الوقت ذاته لا يتم فرض نظام إدراج الأسهم على المستثمر إن هو فضل استقاء تصوره للقيمة من مصدر آخر.

ودعنا نختتم هذا الجزء بحكاية رمزية لصيقة بجوهر ما قلناه. تخيل أنك تمتلك حصة أسهم في شركة خاصة بقيمة 1000دولار، وأن أحد شركائك واسمه السيد "سوق" متعاون للغاية بمعنى الكلمة. وكل يوم، يخبرك السيد "سوق" بقيمة فوائدك وعلى هذا الأساس يعرض عليك إما أن يشتري منك ما بحوزتك أو يبيعك المزيد من الأسهم التي تحصل منها على مثل هذه الفوائد. وقد تبدو فكرته عن هذه القيمة مفهومة ومبررة في ضوء تطورات السوق والتوقعات المستقبلية كما تعرفها. وفي

أغلب الأحيان، تجرف الحماسة أو المخاوف السيد "سوق"؛ مما يجعل القيمة التي يقترحها عليك تبدو سخيفة بعض الشيء.

فإذا كنت مستثمرًا حصيفًا أو رجل أعمال رزينًا، هل كنت ستدع أخبار السيد "سوق" اليومية تشكل نظرتك لقيمة حصتك في المشروع التي تبلغ 1000 دولار؟ الإجابة هي نعم، ولكن فقط في حالة اتفاق تقييمك مع تقييمه أو رغبتك في المتاجرة معه، فقد يسعدك أن تقوم ببيع حصتك إذا عَرَضَ عليك سعرًا سخيًّا، أو قد يسعدك أن تشتري منه بثمن بخس. لكن سيكون من الحكمة أن تكوِّن رأيك الخاص بشأن قيمة ما بحوزتك؛ وذلك على ضوء التقارير المفصلة للشركة عن عملياتها وعن مركزها المالي.

ويكون المستثمر في مثل هذا الوضع إذا كان يمتلك أسهمًا مدرجة. وهو بوسعه الاستفادة من ميزة التسعير اليومي للسوق أو غض الطرف عنه تبعًا لحكمه الخاص. وفي جميع الأحوال عليه أن يدرك أهمية تحركات السعر، وإلا لما وجد شيئًا يصدر حكمه عليه؛ فمن المفهوم أن هذه التغيرات قد تعطيه إشارة تحذير عليه الالتفات إليها؛ مما يعني بالعربي الفصيح أن يبيع أسهمه عندما تتدنى أسعارها؛ ففي هذا التدني نذير شؤم لما قد يكون أسوأ. ولكن قد تكون مثل هذه الإشارات مضللة بقدر ما هي مفيدة. فليس للتقلبات السعرية أساس سوى مغزى واحد للمستثمر الحق، ألا وهو منحه فرصة للشراء المتعقل حين تهوي الأسعار وفرصة للبيع المتعقل ساعة ارتفاعها ارتفاعًا حادًّا. وإلا فعليه أن

يحسن صنعًا ويبتعد عن حركة سوق الأسهم ويهتم فقط بتوزيعات الأرباح التي يحصل عليها وبعمليات الشركة التي يستثمر بها.

ملخص

إن أكثر الاختلافات وضوحًا بين المستثمر والمضارب هو توجههما إزاء تغيرات سوق الأسهم، حيث ينصب الاهتمام الرئيسي للمضارب في توقع تقلبات السوق، ومن ثم التربح منها، بينما ينصب الاهتمام الأساسي للمستثمر في اقتناء وحيازة الأوراق المالية بأسعار مقبولة. وإن اهتم بتغيرات السوق فسيهتم بها من منظور عملي؛ إذ ستتيح له تلك التغيرات فرصة الشراء المتعقل عند تدني الأسعار، وتتيح له فرصة البيع المتعقل أيضًا عند ارتفاعها.

ليس على المستثمر التقليدي الإحجام المرة تلو الأخرى عن الشراء حتى يتبين اتجاه السوق؛ لأن ذلك قد يستغرق فترة انتظار طويلة، وقد يتسبب في خسارة محتملة للدخل، إضافة إلى إضاعته فرص الاستثمار. بل قد يكون من الأفضل لهذا المستثمر أن يقدم على الشراء كلما توافر له مال يضعه في الأسهم، إلا في حالة الزيادة غير المبررة للأسعار والتي تتجاوز بكثير الحد المقبول لقيمتها. وإذا كان مستثمرًا داهية، فسيسعى وراء الفرص الدائمة التي تتيحها بعض الأسهم بأسعار بخسة.

وبعيدًا عن التنبؤ بالتغيرات العامة للسوق، يبذل وول ستريت جهدا هائلا ويكرس الإمكانات لانتقاء الأسهم أو

حيازة الأوراق المالية للمجموعات الصناعية، والتي يتوقع من ناحية سعرها أن تأتي بنتائج "أفضل" مما سواها في غضون فترة قصيرة من الزمن. وبقدر ما تبدو هذه الجهود منطقية فإننا لا نعتقد في ملاءمتها لحاجات أو لتوجهات المستثمر الحقيقي خاصة في خضم تنافسه مع العديد من المتاجرين بسوق الأسهم والمحللين النابهين الساعين للوصول إلى الغاية نفسها. وكما هي الحال بالنسبة إلى جميع الأنشطة الأخرى التي تعطي أولوية لتحركات السعر ثم إلى القيمة ثانيًا، فإن العمل الذي يقوم به العديد من العقول النابهة في هذا المجال يعطي الفرصة لجميع من في هذا النشاط، بمن فيهم أنت؛ لاختيار السلوك السليم والتعقل عند اتخاذ القرارات.

وبالنسبة للمستثمر الذي تحتوي حافظته المالية على أسهم أُحسن انتقاؤها فإنه ينبغي توقع تقلب أسعار هذه الأسهم، ولكن ليس عليه أن يهتم بالتقلبات الكبيرة في هذه الأسعار ولا أن تجرفه الحماسة لارتفاعها ارتفاعًا شديدًا؛ إذ عليه أن يتذكر دومًا أن الأسعار التي تضعها السوق إنما هي لصالحه، وله في هذا أن يستغلها أو أن يتغاضى عنها. وليس من المفترض أن يبتاع سهمًا لمجرد أن سعره قد ارتفع، أو أن يبيعه لتدني هذا السعر. ولن يخطئ إن هو اتبع الشعار التالي ببساطة "إياك أن تبتاع سهمًا فور ارتفاع سعره، أو تبيعه فور تدني سعره".

اعتبار إضافي

لابد من أن نذكر شيئًا عن متوسط السعر السوقي لسهم ما، ودلالته كمعيار لقياس مدى الكفاءة الإدارية. إن حامل الأسهم يحكم على مقدار نجاح استثماراته على ضوء عوائدها، والاتجاه طويل الأمد لقيمتها السوقية خلال فترة طويلة من الزمن. ولابد من تطبيق المعيار نفسه في قياس مدى كفاءة إدارة الشركة التي استثمر فيها وفي المنطق الذي يحكم توجهها نحو مالكي أسهم هذه الشركة.

قد يبدو هذا القول بديهيًا، لكننا في حاجة رغم ذلك لتأكيده. فلا يوجد حتى الآن مدخل أو أسلوب مقبول تقوم السوق من خلاله بتقييم الكفاءة الإدارية لشركة ما. على النقيض من هذا، ما دامت إدارات الشركات نفت مسئوليتها عن أي تقلبات في القيمة السوقية للأسهم. وصحيح أنهم ليسوا مسئولين عن تلك التقلبات السعرية التي ليست لها أدنى علاقة ولطالما شددنا نحن أيضًا على ذلك بالقيمة الحقيقية لتلك الأسهم أو بالأوضاع المستقرة للسوق. لكن افتقار حملة الأسهم إلى الحيطة والذكاء هو الذي يوسع نطاق هذه الحصانة لتشمل كل أرجاء السوق؛ مما يتسبب في التدني الدائم وغير المرضي في أسعار الأسهم. الخلاصة أن المديرين الجيدين هم من تسفر جهودهم عن متوسط أسعار سوقية جيدة، أما المديرون السيئون فهم سبب نكبة أسعار السوق السيئة 166 .

166 لدى "جراهام" الكثير ليقوله عما يطلق عليه اليوم " تحكم الشركة "، انظر التعليق على الفصل التاسع عشر.

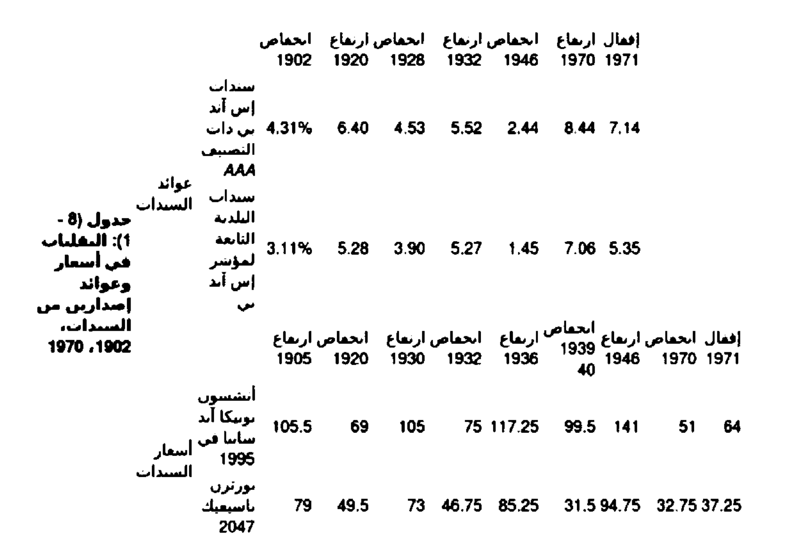
التقلبات في أسعار السندات

على المستثمر أن يعي أنه رغم الأمان الذي يتمتع به أصل استثماره وعوائده، فقد يتغير السعر السوقي لسنده طويل الأجل بشدة تبعًا لتغير معدلات الفائدة. ولقد أتحنا في الجدول 8 - 1 بيانات تخص سنوات عدة ترجع في تاريخها إلى 1902، وتغطي عوائد السندات الممتازة والمعفاة من الضرائب. وكمثالين على ما ذكر هناك أضفنا تفصيلًا للتقلبات السعرية على سندين من سندات السكك الحديدية تتمتع بنفس أجل الاستحقاق نفسه. (وهما سندا أتشسون وتوبيكا آند سانتا في جنرال وهي سندات الجيل الأول غير القابلة للرد والتي تستحق في 1995، ونورثرن باسيفك ري تريز، والتي تستحق في عام 2047 أي بعد 150 عامًا من إصدارها وهو سند من التصنيف السابق Baa).

هناك علاقة عكسية تربط بين سعر السند المرتفع وعائداته (المنخفضة). ولقد أثار التدهور الذي لحق بسندات شركة نورثرن باسيفيك في عام 1940 الشك في مدى الأمان الذي توفره السندات؛ فلقد كان من غير المألوف أن يواصل سعر السند ارتفاعه لأعلى مستوى له، وأن يبقى هكذا خلال السنوات القليلة التي تلت ذلك، ليفقد بعدها ثلثي سعره بسبب ارتفاع أسعار الفائدة العامة. ولقد اقترن ذلك بحدوث تغيرات مدهشة بالقدر نفسه حتى في أسعار السندات الممتازة طيلة الأعوام الأربعين الماضية.

ولاحظ أن أسعار السندات لا تمر بالتقلبات (العكسية)

نفسها التي تمر بها عائداتها، وذلك لما لقيمة الاستحقاق الثابتة والكاملة من أثر ملطف يحقق التعادل. ومع ذلك فبالنسبة لآجال الاستحقاق طويلة الأمد تتغير الأسعار كما في مثالنا الخاص بنورثرن باسيفيك والعوائد بالنسب نفسها تقريبًا.



جدول (8 - 1): التقلبات في أسعار وعوائد إصدارين من السندات، 1902، 1970

		انخفاض 1902	ارتفاع 1920	انخفاض 1928	ارتفاع 1932	انخفاض 1946	ارتفاع 1970	إقفال 1971
عوائد السندات	سندات إس آند بي ذات التصنيف AAA	4.31%	6.40	4.53	5.52	2.44	8.44	7.14
	سندات البلدية التابعة لمؤشر إس آند بي	3.11%	5.28	3.90	5.27	1.45	7.06	5.35

		ارتفاع 1905	انخفاض 1920	ارتفاع 1930	انخفاض 1932	ارتفاع 1936	انخفاض 1939 40	ارتفاع 1946	انخفاض 1970	إقفال 1971
أسعار السندات	أتشسون توبيكا آند سانتا في 1995	105.5	69	105	75	117.25	99.5	141	51	64
	نورثرن باسيفيك 2047	79	49.5	73	46.75	85.25	31.5	94.75	32.75	37.25

منذ عام 1964حدثت تغيرات في كلا الاتجاهين في سوق السندات الممتازة. وخذ السندات البلدية الرئيسية (المعفاة من الضرائب) مثلًا؛ إذ تضاعفت عوائدها من 3.2% في يناير من عام 1965 لتبلغ 7 % في يونيو عام 1970. ونتيجة لذلك تدهور مؤشر سعرها من 110.8 إلى 67.5. وفي منتصف عام 1970، بلغت عائدات السندات الممتازة طويلة الأجل مستوى لم تبلغه من قبل طيلة مائتي عام كاملة من التاريخ الاقتصادي لهذا البلد 167 . فقبل ذلك بخمسة وعشرين عامًا، أي قبيل بداية فترة انتعاش السوق التي طال أمدها، تدهورت عائدات السندات لأدنى مستوى في تاريخها؛ حيث

بلغت عائدات السندات البلدية طويلة الأجل 1% فيما بلغت عائدات السندات الصناعية 2.40% مقارنة بالنسبة السابقة التي تراوحت ما بين 4.5 % أو 5% وهو ما كان يعد أمرًا "طبيعيًا" فيما مضى. ولقد شهد أصحاب الخبرة الطويلة بـ وول ستريت، كيف كان قانون نيوتن "لكل فعل رد فعل مساوٍ له في المقدار ومضاد له في الاتجاه" يطبق مرارًا وتكرارًا بقوة في سوق الأسهم، وأبرز الأمثلة على ذلك هو ارتفاع مؤشر داو جونز الصناعي من 64 في عام 1921 إلى 381 في عام 1929 أعقبه انهيار عاد به إلى 41 نقطة في عام 1932. لكن التقلبات العنيفة حدثت هذه المرة في أسعار السندات الممتازة وعوائدها التي طالما اتسمت بالثبات والتغيرات الهادئة. والعبرة هنا هي: أنه ليس ثمة حدث مهم بـ وول ستريت يمكن التعويل على تكرار حدوثه بصورته الماضية نفسها. وهذا ما يعبر عنه النصف الأول من شعارنا " كلما ازدادت التغيرات ، بقيت الأمور على حالها".

167 طبقًا لما أسماه "جراهام" بـ "قاعدة الأضداد"، حدث أن انخفضت عوائد سندات الخزانة الأمريكية عام 2002 لأدنى مستوياتها منذ عام 1963. ونظرًا للعلاقة العكسية القائمة بين العوائد والأسعار كان يعني تدني العوائد حدوث ارتفاع في الأسعار؛ مما حدا بالمستثمرين للتهافت على شراء السندات، والتي كانت قد بلغت لتوها أعلى أسعارها، بينما كان في حكم المؤكد تدني عوائدها في المستقبل. يمثل هذا دليلًا آخر على نظرة "جراهام" للمستثمر الذكي، والذي يتوجب عليه رفض اتخاذ القرارات تبعًا لما يطرأ على السوق من

تقلبات.

من المستحيل حقًّا التنبؤ بصورة صحيحة بتغير أسعار الأسهم، ناهيك عن التنبؤ بتحركات السندات 168 . ففي الأيام الخوالي كان بوسع المرء رؤية إشارات مفيدة تدل على النهاية الوشيكة لحالات انتعاش السوق، وكذلك لحالات انهياره، وذلك من خلال دراسة التحركات السابقة للسندات، لكن لم تكن هناك أية إشارات تدل على التغيرات المقبلة في أسعار الفائدة، وأسعار السندات. لهذا كان لزامًا على المستثمر أن يختار ما بين الاستثمارات طويلة الأجل أو قصيرة الأجل في السندات وفقًا لميله الشخصي. فإن أراد ضمان عدم انخفاض قيم السوق، فإن عليه أن يشتري السندات الادخارية الأمريكية من الفئة هـ أو ي التي تناولناها مسبقًا في الفصل الثالث. إن أيًّا من السندين سوف يدر عائدًا يبلغ 5 % (بعد انقضاء السنة الأولى) وقد يتزايد معدل عائد الفئة "ي" بعد 5 أعوام، و"هـ" بعد 10 أعوام، مع ضمان إعادة بيعها بسعر التكلفة نفسه أو بما هو أفضل من ذلك.

168 يمكن للقارئ أن يجد تحليلًا أحدث يفسر له العائدات الحالية ويُفصِّل له العديد من أنواع السندات وصناديق السندات المتوافرة اليوم؛ وذلك في التعليق المتمم للفصل الرابع.

فإذا أراد المستثمر نسبة الـ 7.5% التي تتيحها سندات الشركات الجيدة طويلة الأجل، أو الـ 3.5% التي تتيحها سندات البلدية المعفاة من الضرائب، فعليه تقبل

التقلبات السعرية التي ستمران بها. أما المصارف وشركات التأمين، فلديهما امتياز تقييم السندات الممتازة من هذه الفئات بحساب "تكلفة إطفاء الدين" والتي تغفل الأسعار السوقية، ولن تكون فكرة سيئة للمستثمر إن هو أقدم على شيء مماثل.

إن التقلبات السعرية التي تشهدها السندات القابلة للتحويل والأسهم الرائجة تعود إلى ثلاثة عوامل: 1- تفاوت في أسعار الأسهم العادية ذات الصلة. 2 - تغير المركز الائتماني للشركة. 3 - تغير أسعار الفائدة العامة. لقد قامت العديد من الشركات التي يتدنى وضعها الائتماني كثيرًا ببيع العديد من السندات القابلة للتحويل. ولقد تعرضت بعض من هذه السندات لأضرار بالغة بسبب الضغوط المالية التي شهدها عام 1970. ونتيجة لذلك تعرضت السندات القابلة للتحويل ككل لثلاث هزات مزعجة وتفاوتات سعرية حادة وغير اعتيادية. وفى مثل هذه الحالات، يخدع المستثمر نفسه إن التمس في السندات القابلة للتحويل مزيجًا مثاليًا من الأمان الذي توفره السندات الممتازة والحماية، وميزة السعر التي توفرها الأسهم العادية.

ولعله من الملائم أن نقترح في هذا الموضع اقتراحًا يخص "السندات ذات تاريخ الاستحقاق الآجل". فلماذا لا يشترك كل من المقرض والمقترض في تحمل تبعات تغير أسعار الفائدة على أسس عملية وعادلة؟ وتتمثل إحدى صور هذه المشاركة في بيع السندات طويلة الأجل بمدفوعات فائدة تختلف باختلاف مؤشر السعر المناسب السائد؛ فمثل هذا الترتيب قد يؤدي إلى ما

يلي: 1 - ستظل القيمة الأصلية لسند المستثمر 100 إن أبقت الشركة على معدل ائتمانها، ولكن سوف تتغير الفائدة التي يتم الحصول عليها باختلاف سعر فائدة الإصدارات التقليدية الجديدة. 2- سوف تستفيد الشركة من مزايا الدين طويل الأجل نظرًا لتجنبها مشكلات تجديد عمليات إعادة التمويل المتكررة وتكاليفها، ولكن سوف تتغير أسعار الفائدة الخاصة بها من عام لآخر.

لقد واجه مستثمر السندات طوال العقد الماضي معضلة استعصى حلها، وهي: هل يختار الثبات التام للقيمة الأصلية مقترنة عادة بأسعار فائدة متدنية (ولمدة قصيرة)؟ أم هل يختار الدخل الناتج من فائدة ثابتة تقترن بتغيرات ملموسة (عادة ما تبدو منخفضة) في أصل مبلغ استثماره؟ والحق أنه من الأفضل بالنسبة لغالبية المستثمرين أن يتبعوا منهجًا وسطًا بين هذين النقيضين، وأن يتيقنوا من أنه لا معدل الفائدة ولا أصل استثمارهم سيتدنى خلال فترة زمنية تصل بحد أدنى إلى عشرين عامًا مثلًا. فبالإمكان تحقيق ذلك ودون صعوبة تذكر من خلال تعاقد سندي ملائم يأخذ صورة مختلفة عن ذي قبل. وإليك ملاحظة مهمة: لقد قامت حكومة الولايات المتحدة بشيء مماثل بمزجها بين التعاقدات السندية الادخارية الأصلية والآجال الطويلة وأسعار الفائدة المرتفعة؛ ولهذا يشمل الاقتراح الذي نقدمه هنا فترة استثمارية ثابتة أطول أمدًا عن السندات الادخارية، مع وجود مرونة أكبر في أسعار الفائدة [169] .

وتمثل سندات الخزانة المحمية من التضخم،

نسخة جديدة ومعدلة لما يقترحه "جراهام" هنا. وهو ما تعرضنا له في التعليق على الفصلين الثاني والرابع.

يصعب هنا تناول السندات الممتازة غير القابلة للتحويل؛ إذ يعطي وضعها الضريبي الخاص ميزة للشركات في حيازتها كشركات التأمين على سبيل المثال أكثر مما يعطيه للأفراد، أما السندات الأقل جودة فدائمًا ما تشهد نسبة تقلبات لا تختلف كثيرًا عن الأسهم العادية، ولا يسعنا قول المزيد عنها. ويتضمن الشكل (16 - 2) بعض المعلومات الخاصة بالتغيرات السعرية لهذه السندات الأقل جودة وغير القابلة للتحويل ما بين ديسمبر 1968 وديسمبر 1970؛ حيث بلغ متوسط التدهور في قيمتها 17 % بالمقارنة ب11.3% بمتوسط تدهور الأسهم العادية المدرجة في مؤشر إس آند بي المركب.

تعليقات على الفصل الثامن

إن سعادة الباحثين عن الشعبية تعتمد على الآخرين، وسعادة الباحثين عن الملذات تتأرجح بين أطوارٍ تخرج عن سيطرتهم، أما سعادة الحكماء فتنبع من إرادتهم الحرة.

ـ ماركوس أوريلوس

دكتور "جيكل" ومستر "سوق"

إن السوق غالبًا ما تصيب كبد الحقيقة في تسعير أغلب الأسهم. ويُخْسِنُ ملايين البائعين والمشترين الذين يساومون بعضهم البعض حول السعر صنعًا فيما يقومون به من عملية تقييم للشركات في معظم الأحيان. ولكن في بعض الأحيان يكون السعر خطأ وفي أحيان أخرى يكون هذا الخطأ فادحًا. وفي مثل هذه الأحوال، عليك أن تفهم تصوير "جراهام" للسيد "سوق"، الذي ربما يكون أكثر التسعير الخاطئ للأسهم بلاغة 170 . فالسيد "سوق" المهووس المكتئب لا يسعر الأسهم على الدوام بالطريقة نفسها التي يستخدمها المثمن أو المشتري الخاص في تقييمه نشاطًا ما؛ إذ بدلًا من ذلك لا شيء يثلج صدره مثل دفع مبلغ يفوق القيمة الموضوعية للأسهم عند ارتفاعها في حين يسارع بالتخلص منها بأقل من قيمتها الحقيقية عند تدنيها.

170 راجع نص "جراهام"، الصفحات 226-228.

فهل لا يزال السيد "سوق" موجودًا؟ ألا يزال ذا آراء

متطرفة متناقضة؟ أتحدى أنه كذلك.

ففـي السـابع عشـر من مـارس عـام 2000، بلـغ سـهم إنكتومــي كوربوريشــن ارتفـاعًا جـديدًا بلغ 231.625 دولار. ومنـذ أن طـرحت أسـهمها فـي البورصـة للمـرة الأولى في يونيو عام 1998، حققت شركة برمجيات البحث على الإنترنت زيادة عظيمة بلغت 1900% على قيمـة السـهم. وبعـد أسـابيع قليلـة من ديسمبر 1999، تضاعفت قيمة السهم إلى ثلاثة أمثال قيمته تقريبًا.

فما الذي كان يجري داخل إنكتومي الشركة ليرفع قيمة "إنكتومي" السهم بهذه الصورة؟ تبدو الإجابة عن هذا السؤال واضحة تمامًا، وهي سرعة النمو غير العادية؛ فقد باعت "إنكتومي" خلال ثلاثة أشهر انتهت بديسمبر 1999 سلعًا وخدمات بلغت قيمتها 36 مليون دولار، وهو ما فاق قيمة مبيعاتها طوال السنة المنتهية في ديسمبر 1998. فلـو كـان بمقـدور الشـركة الحفـاظ علـى معدل نموها الذي تحقق خلال الاثني عشر شهرًا الماضية لمدة خمس سنوات لا أكثر، لزادت إيراداتها من 36 مليون دولار إلى خمسة مليارات دولار شهريًّا. وبمعدلات نموٍّ كهذه، كلمـا تزايـدت سـرعة ارتفـاع سـعر السهم، ازداد اليقين بمواصلته تحقيق المزيد من الارتفاع.

وفـي غمـرة سـعادته بشـركة إنكتومـي تغاضـى السـيد "سوق" عن شيء ما بشأن نشاطها؛ فلقد كانت الشركة تواجه خسائر مالية فادحة؛ حيث خسرت ستة ملايين دولار في الربع الأخير من السنة، وخسرت 24 مليون دولار خلال الاثني عشر شهرًا التي سبقت ذلك، ومثل

هـذا المبلغ خلال العام الذي سبقهما. وخلال عمر الشركة بأسره لم تربح الشركة سنتًا واحدًا، ومع ذلك في 17 مارس عام 2000 بلغ إجمالي تقييم السيد "سوق" لهذه الشركة الصغيرة الضئيلة خمسة وعشرين مليار دولار (نعم، مليار وليس مليونًا).

ولكن في أعقاب ذلك زلت قدم السيد "سوق" نحو كساد كالكابوس. في الثلاثين مـن سبتمبر 2002 أغلق سهم "إنكتومـي" أي بعـد عـامين ونصف من بلوغها قمة الـ 231.625 دولار للسهم عند خمسة وعشرين سنتًا للسهم، لتنهار قيمتها السوقية الإجمالية من خمسة وعشرين مليارًا لما يقل عن أربعين مليون دولار. فهل يعني هذا أن الشركة لم تكن تعمل في هذا الوقت أو تحقق أي إيرادات؟ إطلاقًا؛ ففي خلال الاثني عشر شهرًا السابقة لذلك حققت الشركة إيرادات بلغت 113 مليون دولار. فما الذي تغير إذن؟ الجواب هو: الحالة المزاجية للسيد "سـوق"؛ ففـي أوائـل عـام 2000 بلـغ ولـع المستثمرين بشركات الإنترنت مبلغًا عظيمًا جعلهم يدفعون بسعر سهم "إنكتومي" نحو ما يفوق إيرادات الشركة بـ 250 مرة. أما اليوم فما كانوا ليدفعوا أكثر مما يفوق إيرادات الشركة، ضعف إيراداتها بـ 0.35 مرة؛ فلقد أخذت السوق تتنقل ما بين شخصية د. جيكل ومستر هايد، وشرعت تدمر كل سهم تحايل عليها سابقًا.

ولـم يكـن السـيد "سـوق" فـي غضـبته الجنونيـة أكثـر منطقيـة عنـه فـي أريحيتـه المفرطـة؛ ففـي الثـالث والعشرين من ديسمبر عام 2002، قدمت مؤسسة ياهو عرضًا لشراء إنكتومي مقابل 1.65 دولار للسهم. ولقد

كان مثل هذا السعر يبلغ سبعة أضعاف قيمة سهم إنكتومي في الثلاثين من سبتمبر. وربما يكشف التاريخ عن صفقة رابحة نالتها ياهو؛ فعندما يبخس السيد "سوق" سعر سهم ما، فليس ثمة عجب أن تباع شركات بأكملها بسعر يقل حتى عما حدده هو 171 .

171 وكما أشار "جراهام" في سلسلة من المقالات الكلاسيكية في عام 1932، تسبب الكساد العظيم في تدني أسعار عشرات من الشركات إلى أقل من قيمتها النقدية وقيمة سائر أصولها السائلة الأخرى؛ مما جعل لتلك الشركات "قيمة وهي في عداد الموتى عنها وهي في عداد الأحياء".

فكّر بنفسك

أكنت ستقبل طواعية أن يأتيك شخص مجنون خمس مرات على الأقل أسبوعيًا ليخبرك بأحاسيسه ويطلب منك أن تشاركه فيها؟ أكنت ستقبل أبدًا أن تبتهج مرحًا أو يغشاك البؤس لمجرد أنه يعتقد أن عليك ذلك؟ بالطبع لا. لا شك أنك كنت ستصر على حقك في تصريف حياتك العاطفية بناء على تجاربك ومعتقداتك. لكن عندما يتعلق الأمر بحياتهم المالية يخول الملايين السيد "سوق" السلطة التي تجعله يملي عليهم شعورهم وأفعالهم، على الرغم من الحقيقة الجلية المتمثلة في أنه قد يخطئ بسفاهة من حين لآخر.

ففي عام 1999، حينما كان يرقص السيد "سوق" فرحًا، كان الموظفون الأمريكيون يوجهون حوالي 8.6 % من متحصلاتهم لخطط التقاعد التابعة لقانون 401 K . لكن

هذه النسبة تدنت بعد ثلاث سنوات (عام 2002) من تحطيم السيد "سوق " للأسهم وفي ربع سنة فقط إلى 7% 172 . وكلما تدنت أسعار الأسهم، فقد الناس رغبتهم في الشراء؛ إذ كانوا يقلدون السيد "سوق "بدلًا من التفكير باستقلالية.

172 بيانات صحفية عن سبيكترم جروب "إن رعاة خطط التقاعد يخسرون معركة منع الإسهامات المتدنية والتأجيل أمام التحول إلى خطط المشاركة المحددة". في الخامس والعشرين من أكتوبر عام 2002.

ولسنا نقول إن على المستثمر الذكي تجاهل السيد "سوق" كلية. بل عليه أن يشاركه العمل بالقدر الذي يخدم فيه مصالحه؛ فوظيفة السيد "سوق" هي إعطاؤك الأسعار ليس غير، ووظيفتك هي أن تقرر إن كان في مصلحتك قبولها أم لا. وليس عليك أن تتاجر معه لإلحاحه عليك بذلك.

إن رفضك تسليم قيادتك للسيد "سوق" يجعلك تحيله بذلك إلى خادم لك. وعلى أية حال فحتى إن بدا كأنه شرع في تدمير قيمة الأسهم فإنه يعيد بناءها في موضع آخر؛ فها هو مؤشر ويل شاير 5000 وهو أكثر معايير الولايات المتحدة شيوعًا بالنسبة لقياس أداء الأسهم يكتسب قيمة إضافية بمقدار 23.8 % بفضل أسهم التقنية والاتصالات السلكية، هذا في الوقت الذي تدنت فيه قيمة 3743 سهمًا من إجمالي 7234 سهمًا بهذا المؤشر؛ ففي الوقت الذي ازدادت فيه أسهم التقنية الفائقة والاتصالات سخونة أخذت الآلاف من أسهم

"الاقتصاد القديم" تتمرغ في الوحل.

ولقد تزايدت قيمة أسهم شركة "سي إم جي آي " إحدى الشركات القابضة لشركات الإنترنت الجديدة زيادة مذهلة؛ إذ بلغت هذه الزيادة 939.9% في عام 1999. وفي الوقت نفسه تدنت أسهم بيركشاير هاثواي، وهي الشركة القابضة التي امتلك من خلالها التلميذ النابه لـ "جراهام"، "وارين بافيت"، دعائم الاقتصاد القديم مثل كوكاكولا وجيليت وواشنطن بوست، بنسبة 24.9% 173 .

173 بعد أشهر قلائل، وفي العاشر من مارس 2000، وهو اليوم الذي بلغ فيه مؤشر ناسداك أقصى ارتفاع له، كتب نابغة التداول عبر الإنترنت "جيمس كرامر"، عما تعرض له من إغراء متكرر مؤخرًا ليبيع أسهم " بيركشاير هاثواي" على المكشوف مراهنًا على معاودة أسهم " بافيت" للتدهور. وبأسلوبه التهجمي العنيف، ذهب " كرامر" لأبعد من ذلك إذ أعلن أن أسهم " بيركشاير" على وشك السقوط المدوي. وفي اليوم ذاته، طرح المخطط الإستراتيجي بالسوق "رالف أكامبورا" من برودينشيال سيكيوريتيز سؤالًا على المتداولين بالبورصة " نورفولك ساذرن أم سيسكو سيستمز: أيهما تفضل للمستقبل؟". فلقد بدا أن سيسكو طريق الغد السريع لعالم الإنترنت قد حازت السبق على "نورفولك سيستمز "، والتي أضحت جزءًا من سكك حديد الأمس. (لكن ما حدث في العام التالي، هو أن نورفولك حققت زيادة في قيمة أسهمها بلغت 35% بينما بلغت خسارة سيسكو 70%).

ولكن ما الذي عناه "جراهام "بقوله "ميزته الأساسية؟"، الجـواب أنـه عنى أن المستثمر الفرد الذكي له مطلق الحرية في اتباع السيد "سوق" أو الامتناع عن ذلك؛ حـيث يتـاح لـهذا المسـتثمر الفـرد رفاهيـة التفكـير باستقلالية 174 .

174 عندما كان يُسأل "جراهام" عما يحول بين أفراد المسـتثمرين وبـين بلـوغ النجـاح، كـان يجـيب إجابـة مختصرة قائلًا: "إن السبب الجوهري وراء فشلهم هو أنـهم يـولون اهتمـامًا بـالغًا بالتطورات الجاريـة لسوق الأسهم". وراجع المحاضرة التي ألقاها في جامعة نورث إيست ميسوري لإدارة الأعمال، في مارس عام 1972، " Benjamin Graham: Thoughts Security Analysis " وستجدها في مجلة " *Financial History Magazine* "، العدد 42، مارس 1991 صفحة 8.

أما المدير المالي التقليدي، فليس له خيار سوى اتباع السيد "سوق" فيما يذهب إليه، فيشتري بأسعار مرتفعة ويبيع بأسعار متدنية سائرًا بلا هدى على خطى السيد "سوق" الخاطئة. وإليك فيما يلي بعضًا من المعوقات التي يعانيها القائمون على صناديق الاستثمار وغيرهم من المستثمرين المحترفين:

-• نظرًا لوجود ملايين الدولارات تحت تصرف الإدارة، فلابد أن تنجذب تلك الإدارة إلى الأسهم الكبيرة، أي أسهم الشركات التي يمكنهم شراؤها بالملايين ليملأوا بها حافظاتهم الاستثمارية. ولهذا نجد العديد من هذه

الصناديق وقد امتلأت بنفس أسهم الشركات القليلة العملاقة التي بولغ في تقييم أسعارها.

- • يعمد المستثمرون لضخ المزيد من المال في هذه الصناديق إذا كانت السوق في ارتفاع؛ فيستخدم المديرون هذه الأموال الإضافية في ابتياع المزيد من الأسهم في الشركات نفسها التي يمتلكونها بالفعل، دافعين بذلك مستويات الأسعار لارتفاعات أشد خطورة.

- • أما إن طلب المستثمرون في هذه الصناديق استرداد أموالهم ساعة تدهور السوق، فيكون المديرون في حاجة لبيع أسهم الصندوق للحصول على النقد. وهي الحالة ذاتها التي تدفع إليها الصناديق لتبتاع الأسهم في ظل أسعار تضخمية في أثناء اتجاه السوق نحو الارتفاع، ثم التحول للبيع قسرًا عندما تهبط أسعار الأسهم ثانية.

- • ينال العديد من مديري المحافظ المالية جوائز عن تحقيقهم الربح من تقلبات السوق، فتراهم وقد تملكهم الهوس بمقارنة عوائدهم تلك بمقاييس السوق الافتراضية كمؤشر إس اند بي500. فإذا أُدرجت إحدى الشركات على قوائم مؤشر ما، تهرع مئات من هذه الصناديق قسرًا لشرائها (فإن امتنعوا عن ذلك وحدث أن تحسن أداء تلك الشركة، فسيبدو هؤلاء المديرون حمقى أمام الناس، أما من ناحية أخرى إن هم أقدموا على شراء أسهمها ثم تدنى أداؤها، فلن يلقي أحد عليهم ساعتها باللائمة).

- • يتزايد توجه مديري هذه الصناديق للتخصص، تمامًا مثلما هي الحال مع الممارس العام للطب، الذي يتخصص بعد ذلك. كذلك الحال مع مديري هذه

الصناديق؛ حيث يتحتم عليهم ابتياع "أسهم القيمة المحدودة" فقط، أو أسهم "القيمة متوسطة الحجم" فقط، أو لا شيء سوى "خليط ضخم" من الأسهم 175 . وإذا تضخمت شركة ما بشدة، أو تقلصت بشدة أو رخص ثمن أسهمها رخص التراب، أو زادت قيمته ولو زيادة طفيفة، فسوف يصير لزامًا على هذه الصناديق بيع تلك الأسهم حتى إن رغبوا في الاحتفاظ بها.

-

175 لا تعبأ أبدًا بما تعنيه هذه المصطلحات، أو ما يفترض بها أن تعنيه؛ ففي حين تحظى هذه التصنيفات بأسمى آيات التقدير والاحترام في العلن، لا ينظر إليها أغلب أهل الاستثمار في السر إلا بكل الاحتقار الذي عادة ما تقابل به النكات السخيفة.

ليس ثمة سبب إذن يمنع من أن يرقى مستوى أدائك إلى مستوى أداء المحترفين. أما ما ليس بوسعك عمله (رغم كل ما يردده خبراء السوق عن إمكانية القيام بذلك) فهو التغلب على المحترفين في لعبتهم. فحتى هؤلاء المحترفون أنفسهم لا يسعهم الفوز في هذه اللعبة ! ولكن لِمَ ترغب في أن تلعب هذه اللعبة من البداية؟ فلو أنك اتبعت قواعدهم فمصيرك هو الخسران المبين إذ ستنتهي بك الحال عبدًا للسيد "سوق"، مثلك في ذلك مثل المحترفين.

عليك بدلًا من ذلك أن تدرك أن الاستثمار في جوهره إنما هو السيطرة على ما يمكن التحكم فيه. فليست لك

سيطرة على ما إذا كان أداء الأسهم أو الصناديق الاستثمارية التي تشتريها سوف يفوق أداء السوق اليوم أو الأسبوع القادم أو هذا الشهر أو هذا العام، وعلى المدى القريب سوف تظل عائداتك مرهونة بالسيد "سوق" وأهوائه، ولكن يمكنك السيطرة على:

- • **تكاليف السمسرة التي تسددها**؛ وذلك بتقليص عمليات التداول التي تجريها، وإجرائها بصبر وأقل التكاليف.
- • **تكاليف حيازتك للأوراق المالية**، بامتناعك عن الاستثمار في صناديق الاستثمار المغالى في تكاليفها السنوية.
- • **توقعاتك** من خلال النظر نظرة واقعية وليست خيالية عند التنبؤ بعائداتك 176 .

-

176 اقرأ المقال البليغ لـ "ولتر أبديجريف" " Keep it Real " والذي نشر بمجلة *Money* فبراير 2002 الصفحات 53 - 56.

- • **مخاطرتك** ، بأن تتخذ قرارًا حول مقدار أصولك التي تقبل بتعريضها للمخاطر في سوق الأسهم وبلجوئك للتنويع وإعادة التوازن.
- • **ضرائبك** ، بإبقائك أسهمك في حيازتك لمدة عام على الأقل، أو لمدة خمسة أعوام كلما أمكنك ذلك، لخفض قيمة ضرائب الأرباح الرأسمالية المستحقة

عندك ذرة أن تعرف أن مواطنًا في "دينيفر" أو "دالاس "أو "دوبوك" قد فاقت عوائده عوائد مؤشر "إس آند بي 500"، وأنت لم تدر عنه شيئًا. فلم يكتب قط على شاهد قبر: "لقد تفوق الراحل على مؤشرات السوق".

لقد أجريت يومًا ما مقابلة مع مجموعة من المتقاعدين في بوكاراتون، أحد أكثر تجمعات المتقاعدين في فلوريدا ثراءً. وسألت أولئك الناس وأغلبهم في السبعينيات من العمر إن كانوا فعلوا ذلك طوال تجربتهم الاستثمارية. بعضهم أجاب بنعم، والبعض الآخر أجاب بلا، أما أغلبهم فلم يكن واثقًا. عندها قال أحدهم: "وما الأهمية؟ فكل ما أهتم به هو أن استثماراتي قد عادت عليَّ بما يكفي لأن أتقاعد هنا في بوكا".

فهل هناك إجابة أكثر مثالية من هذا؟ فعلى أية حال ليس هدف الاستثمار جني ما هو أكثر من المتوسط، بل جني ما يكفي من المال لتسد به حاجاتك. وأفضل مقياس لمدى نجاح استثماراتك هو قدرة هذه الاستثمارات على تحقيق ما تصبو إليه، وليس على ما إذا كنت قد تربحت من حالات انهيار السوق أم لا؛ ففي نهاية المطاف، ليس المهم هو الوصول إلى خط النهاية قبل الآخرين، ولكن التيقن فقط من عبورك إياه 177 .

177 راجع مقالة "جاسون زفايج" ?Did You Beat The Market "، والتي نشرتها مجلة *Money* في عدد يناير 2000 ، صفحات 55 - 58.

لِمَ إذن يستجيب المستثمرون لغواية السيد "سوق"؟ الجواب قد يكون في صعوبة استيعاب عقولنا لمعضلة الاستثمار؛ فالإنسان مخلوق محب لقوالب التفكير السهلة. ولقد بين علماء النفس كيف أنك لو عرضت أمام الناس سلسلة من الأحداث العشوائية مخبرًا إياهم بأن هذا التتابع عشوائي لوجدتهم رغم ذلك يصرون على تخمين نتائج التجربة. والأمر هنا بالمثل، وإلا فبالله عليك أخبرني كيف يعرف المرء أن الرقم الذي سيظهر بعد رمية النرد التالية هو رقم 7، أو أن لاعبًا بعينه في مباراة بيسبول هو الذي سيقوم بضرب الكرة، أو أن رقم اليانصيب الرابح سيكون 4 27 9 16 42 10، وأن السهم اللامع التالي سيكون سهم شركة مايكروسوفت؟

يشير بحث ممتع في علم الأعصاب إلى أن أدمغتنا قد طُبعت على استمرار تخيل النتائج حتى إن انقطعت أسبابها؛ فبعد تكرار حدث ما مرتين أو ثلاث مرات متتابعة، تعمد اللفائف الداخلية لأمخاخنا تلقائيًّا لتوقع تكراره مرة أخرى. فإن لم يحدث ذلك، فإن الجسم يطلق مركبًا كيميائيًّا يسمى دوبامين ليغمر دماغك بنوبة مسكن. ولهذا إن أخذ سهم ما في زيادة مطردة، تتوقع أنت تلقائيًّا أنه سيظل على ارتفاعه، وتتغير كيمياء دماغك كلما أخذ السهم في التزايد لتمنحك شعورًا طبيعيًّا بأنك قد وصلت إلى القمة. وهذا هو السبب في أنك تدمن التنبؤ وعمل التقديرات، فتتوقع تكرار ما سبق أن رأيته يحدث.

أما إن تدهور سهمك، فإن هذه الخسارة المالية تثير

لوزتـك الـدماغية فتثـير جزءًا آخـرَ مـن المـخ يعـالج المخاوف والقلق، ويولد ردة الفعل العكسية الشهيرة، والتي تصيب الكائنات المصدومة كلها؛ فمثلما تعجز عن منـع قلبـك مـن التسارع إذ يحيط بك إنذار بالحريق، وتعجز عن منع نفسك من الإجفال إذا اعترضت حية موطـئ قـدمك، سـتعجز عن حبس خوفك إن تعثرت أسعار أسهمك 178 .

178 ظهرت إرهاصات هذا العلم في مقالة زفايج " Are You Wired For Wealth ? " والتي نشرت في مجلة *Money* أكتوبر 2002 صفحات 74 - 83، والتي ستجدها أيضًا علـى مـوقع http://money.cnn.com/2002/09/25//pf/investing/agenda-brain- short/index.htm . وراجع مقالته في المجلة نفسها " The Trouble With Humans " عـدد نوفمبر 2000 صفحات 67 - 70.

لقد بين عالما النفس البارزان "دانييل كينمان"و "آموس فيرسكي" أن ألم الخسارة المالية أشد بمرتين من فرحة المكسب الموازي؛ فإذا كانت فرحتك شديدة بجنيك 1000 دولار كمكسب، فإن خسارتك للمبلغ نفسه أشد مـرتين على نفسك. ولأن خسارة المال بهذه القسوة، يهرع الناس عند توقع أي تدهور محتمل لبيع أسهمهم بثمن بخس أو يحجمون عن شراء المزيد منها.

يعيننا هذا في فهم سبب تركيزنا على الخسارة الكلية الناشئة عن تدهور السوق، وننسى أن نضع الأمور في

السوق تنهار، لقد انخفض مؤشر داو بـ 100 نقطة" لارتعد أغلب الناس خوفًا. لكن هذه الخسارة عند 8000 نقطة للمؤشر، لا تساوي أكثر من تدني بـ 1.2 %. فكر معي الآن لكم سيبدو سخيفًا لو أعلن مذيع الأرصاد أن "الأرض آخذة في التجمد؛ إذ انخفضت درجة الحرارة من 81 إلى 80 درجة "، مع أن الأمر هو نفسه هنا؛ إذ لم تتجاوز نسبة الانخفاض في الحرارة 1.2%. والحال هنا ذاتها، فعندما تغفل وضع التقلبات السعرية في السوق في صورة نسبة مئوية، فستُشرِّع في وجهك أبواب الرعب مع كل تقلب (فإن كنت قد انتويت أن تبقى طويلًا في مجال الاستثمار، فعندك وسيلة أفضل للتعرف على حقيقة ما يذاع من أخبار عن المال، وراجع النموذج التالي).

أخبار يمكنك الاستفادة منها

عندما تنهار أسعار الأسهم فإنك تسرع لتشغيل جهاز التليفزيون لمتابعة آخر أخبار السوق. ولكن بدلًا من متابعة قناة السي إن إن أو قناة سي إن بي سي تخيل أنك تتابع شبكة "بنيامين جراهام" المالية. وفي داخل الشبكة، فإن الصوت لم ينقل لك صوت جرس إقفال السوق كما لم تنقل إليك الصورة السماسرة وهم يهرعون في باحة البورصة كالفئران. كما لم تصور الشبكة هرولة المستثمرين كلما تحركت شاشات البورصة الحمراء قبالة أعينهم.

بل بدلًا من ذلك، تملأ الشاشة أمامك واجهة بورصة نيويورك، تتدلى حولها لافتة عملاقة كتب عليها "أوكازيون، للبيع بخصم 50% ". مصحوبة بمقدمة موسيقية لـ "بانشمان تيرنر" تطرق أسماعك مردده "لم تر شيئًا بعد". يتلو ذلك إعلان رجل الأخبار أن "الأسهم قد استعادت بريقها الجذاب ثانية اليوم؛ إذ انخفض مؤشر "داو" ثانية بنسبة 2.5 % ولليوم الرابع على التوالي تواصل أسعار الأسهم انخفاضها. ولقد ابتهج المستثمرون في قطاع التقنية؛ حيث خسرت كبرى الشركات الصناعية كمايكروسوفت ما يقرب من 5% من قيمة سهمها اليوم مما جعلها في متناول الجميع. تسبق هذا كله قمة الأخبار السارة عن العام المنقضي، وهو العام الذي خسرت فيه الأسهم فعليًّا 50 % من قيمتها مما جعلها تباع بثمن بخس لم تشهده السوق منذ سنوات طويلة. وقد أعلن بعض المحللين البارزين تفاؤلهم بأن يظل تدني الأسعار مستمرًّا خلال الأسابيع والأشهر القادمة".

ثم ينقطع البث للتحول إلى محلل إستراتيجيات السوق "إجبار آندرسون" من شركة كينشوم آند سكيبر بوول ستريت، والذي يقول: "إنني أتنبأ بأن تخسر الأسهم نسبة أخرى من قيمتها تصل إلى 15 % بحلول شهر يونيو. وإنه ليساورني شعور بالتفاؤل مشوب بالحذر بأنه إذا سار كل شيء على ما يرام فقد تخسر الأسهم 25 % أخرى أو أكثر من قيمتها".

وبعدها يقول المذيع مبتهجًا: "دعونا نأمل أن يتحقق ما قاله "إجبار آندرسون" فتدني الأسهم خبر مبهج لأي مستثمر في الأجل الطويل، ودعونا الآن نتحول للزميل "وولي وود" ليطلعنا على النشرة الجوية".

في أواخر التسعينيات، كان أغلب الناس يشعرون بالظلمة تحيط بهم ما لم يتفقدوا أسعار أسهمهم مرات عدة كل يوم. لكن الأمر كما قرره "جراهام"، بأنه "سيكون أفضل لهؤلاء المستثمرين لو لم تكن لأسهمهم قيمة سوقية على الإطلاق. ولاستطاعوا عندها تجنب

الصدمات التي تسببها لهم أخطاء الآخرين في تقييم أوضاع السوق". فإن شعرت بأنك مضطر إلى تفقد أخبار حافظتك الاستثمارية في الساعة الواحدة وسبع وثلاثين دقيقة، بعد أن سبق أن تفقدتها في الساعة الواحدة وأربع وعشرين دقيقة فاطرح على نفسك الأسئلة التالية:

- • هل اتصلت بالوكيل العقاري لأسأل عن سعر السوق لمنزلي في 1:24 ظهرًا؟ وهل عاودت الاتصال به في 1:37 ظهرًا؟
- • فإن كنت قد فعلتُ ذلك، فهل وجدت السعر تغير؟ فإن كان السعر قد تغير بالفعل، فهل هرولت لأبيع منزلي؟
- • هل يؤدي توقفي عن متابعة أو حتى العلم بـ السعر السوقي للعقار من دقيقة لأخرى، إلى منع قيمته من التزايد؟ 179

-

179 ويجدر أيضًا التساؤل هل يمكنك الاستمتاع بالإقامة في منزلك إذا كانت الأنباء تتردد عن سعره السوقي كل يوم في الصحف وعلى شاشات التليفزيون.

إن الإجابة الوحيدة عن هذه الأسئلة هي "بالطبع لا "، وعليك أن تطبق الأمر نفسه على حافظتك الاستثمارية. فلئن امتدت فترة استثمارك لعشرة أعوام أو عشرين أو ثلاثين عامًا فلن يعود للنشرة اليومية لأسعار السوق أي

مغزى. وفي جميع الأحوال، يعد تدني أسعار الأسهم أخبارًا طيبة وليست سيئة لمن يعتزمون مواصلة الاستثمار خلال السنوات القادمة؛ إذ إنها توفر لك فرص شراء المزيد بأسعار أدنى. وكلما تدنت أسعار الأسهم وطال أمد تدنيها، نمت الثروة التي ستجنيها إن ثبتَّ على مبدئك حتى النهاية. وبدلًا من الشعور بالخوف من هبوط السوق عليك أن تستبشر بذلك. وحتى لو توقف سوق الأسهم عن بث الأخبار اليومية عن أسعار السوق أو صناديق الاستثمار خلال السنوات العشر القادمة 180 ، فإن المستثمر الذكي سوف يصبح أهدأ بالًا عند امتلاكه الأسهم أو صناديق الاستثمار.

180 وبعد سلسلة من التجارب الجديرة بالملاحظة، أعلن عالم النفس "بول آندرييسن" الذي يعمل بجامعتي كولومبيا وهارفارد، أن المستثمرين الذين تابعوا أخبار أسهمهم قد جنوا نصف العائدات التي جناها أولئك الذين لم يتابعوا هذه الأخبار إطلاقًا. وراجع مقالة "جاسون زفايج" Here's How To Use The News and Tune Out The Noise " والتي نشرتها مجلة *Money* في يوليو 1998، الصفحات 63، 64.

ويشير عالم الأعصاب "أنطونيو داماسيو" في هذا الصدد قائلًا: "سوف تصبح مالكًا لزمام الأمور إن أدركت لأي مدى لست مسيطرًا على مجرياتها" وهنا تكمن المفارقة. وباعترافك بميلك الفطري للشراء بسعر متدنٍّ والبيع بسعر مرتفع، عندئذٍ يمكنك أن تقر بحاجتك إلى توسيط التكلفة وإعادة التوازن، وتوقيع عقد استثمار. إن اتباعك لأسلوب الإدارة التلقائية لجانب كبير من

حافظتك المالية الذي يشبه أسلوب الطيران باستخدام الطيار الآلي يمكنك من محاربة إدمانك للتنبؤ، والتركيز ساعتها على الأهداف المالية طويلة الأجل والابتعاد عن التقلبات المزاجية للسيد "سوق".

إذا أعطاك السيد "سوق" ليمونة، فاصنع منها عصير الليمونادة

على الرغم من أن تعاليم "جراهام" تقضي بأن تشتري عندما يصيح السيد "سوق" قائلًا "بِع"، فإن هناك استثناءً على المستثمر الذكي التنبه له. إذ يتسق قيامك ببيع أسهمك في أثناء فترات هبوط السوق في حالة ما إن كان هذا سيوفر لك مظلة ضريبية. حيث تسمح لك قوانين الضرائب في الولايات المتحدة بأن توظف خسائرك الفعلية (ومنها التدهور في قيمة أي أصل تحتفظ به ببيعك أسهمك بخسارة) لتوازن به خسارة دخل اعتيادي تصل إلى 3000 دولار 181 . ودعنا نضرب مثلًا، فأنت قد ابتعت 200 سهم لشركة كوكا كولا في يناير من عام 2000 بستين دولارًا للسهم، أي بإجمالي استثمار 12000 دولار. وبنهاية عام 2002، تدنت قيمة السهم إلى 44 دولارًا وتدنت تبعًا لذلك قيمة إجمالي استثماراتك إلى 8800 دولار، بإجمالي خسارة 3200 دولار.

181 تتغير قوانين الضرائب الفيدرالية على الدوام. لهذا يصبح المثال الذي أشرنا فيه إلى سهم شركة كوكا كولا صحيحًا في ظل القوانين التي سادت في أوائل عام 2003.

عندئذٍ يمكنك أن تقلد ما يفعله أغلب الناس، إما بأن تندب خسارتك أو تلقيها خلف ظهرك وتتظاهر كأنها لم تكن. أو بدلًا من ذلك تستطيع الانتفاع بها، بأن تقدم على بيع أسهمك قبل نهاية عام 2002 لتخصم مبلغ 3200 دولار من الضرائب المستحقة عليك. ثم بعد ذلك تنتظر لمدة 31 يومًا بحسب ما تمليه مصلحة الضرائب الأمريكية لتعاود بعدها شراء مائتي سهم ثانية من الشركة نفسها. النتيجة هي استطاعتك تخفيض أعبائك الضريبية على دخلك في عام 2002 بمبلغ 3000 دولار، وأن تنتفع بالمائتي جنيه المتبقية لتوازن بها رصيد دخلك في عام 2003. وما زلت ممتلكًا بعد كل هذا لأسهم شركة تؤمن بمستقبلها، ولكنك حينئذٍ ستبقي في حوزتك ما يقارب ثلث قيمة ما دفعته في المرة الأولى 182 .

182 يفترض هذا المثال أن المستثمر لم يحقق أية مكاسب رأسمالية في عام 2002، ولم يعد استثمار أي من توزيعات أسهم شركة كوكاكولا مرة أخرى. وليس من الحكمة التقليل من شأن المقايضات الضريبية التي يمكن إساءة التعامل معها بسهولة شديدة. وقبل أن تقدم على أية مقايضة ضريبية، عليك أن تقرأ منشور مصلحة الضرائب الأمريكية رقم 550، وستجده على الموقع التالي (www.irs.gov/pub /irspdf/p550.pdf). وستجد في مؤلف "روبرت جوردان " و " جان روسين " *" Wall street secrets for Tax - Effecient Investing "* من مطبوعات بلومبرج: برينسيتون، نيو جيرسي 2001، خير دليل لك في ذلك. وأخيرًا، وقبل أن تقدم على

شيء، عليك باستشارة خبير ضريبي محترف.

في ظل قيام العم سام بدعم خسائرك يصبح قيامك بالبيع والحد من الخسارة أمرًا منطقيًا تمامًا. وإذا رغب العم سام في إسباغ صفة المنطق على تصرفات السيد "سوق" فمن نكون نحن لكي نعترض على ذلك؟

عقد مالك الاستثمار

أقر أنا ____ ________ بأنني مستثمر يرغب في كنز الثروة لعدة سنوات قادمة.

أعلم أنه ستمر بي لحظات سوف أتعرض خلالها لإغراء الاستثمار في أسهم أو سندات بعينها لارتفاع قيمتها (أو لأنها في سبيلها نحو الارتفاع)، كما أعلم تمامًا أنه ستمر بي لحظات سوف أتعرض خلالها لإغراء بيع استثماراتي لانخفاض قيمتها (أو لأنها في سبيلها نحو الانخفاض).

لهذا أعلن رفضي السماح لمجموعة من الغرباء باتخاذ قراراتي المالية نيابة عني. وإنني لأقسم بأغلظ الأيمان بألا أقوم بأي استثمار مطلقًا بسبب ارتفاع السوق، وألا أبيع استثمارًا مطلقًا لانخفاض قيمته. وبدلًا من ذلك سأقدم على الاستثمار شهريًا بما قيمته ____ من الجنيهات طبقًا لخطة الاستثمار التلقائي أو "لنظام توسيط التكلفة" في الصندوق الاستثماري التالي أو في المحفظة الاستثمارية المتنوعة كما يلي:

ولسوف أقوم باستثمار مبالغ إضافية كلما استطعت الاستغناء عن بعض النقد (والذي لا أحتاج إليه في

الأجل القريب أيضًا).

وإنني لأقر بأنني سأبقى على تلك الاستثمارات في حوزتي على الأقل إلى حين ينتهي الأجل التالي (والذي لا ينبغي أن يقل عن عشر سنوات بعد تاريخ توقيع هذا العقد) وألا يكون هناك سبب لمخالفة ما ورد في بنود هذا العقد سوى حاجة ماسة للسيولة، كظروف صحية طارئة أو خسارة للوظيفة أو لتنفيذ خطة خاصة كدفع مقدم منزل أو تكاليف تعليمية خاصة.

و إنني أقر بتوقيعي أدناه بالتزامي بألا أخرق بنود هذا العقد بل ومعاودة قراءتها كلما تعرضت لإغراء بيع أي من الاستثمارات التي في حيازتي.

يلزم لصحة هذا العقد توقيع شاهد واحد على الأقل، ويجب أن يحفظ في مكان آمن بحيث يسهل الرجوع إليه.

التوقيع: بتاريخ:

____ ______ ______، __ 20

الشهود:

____ ______

____ ______

الفصل 9

الاستثمار في صناديق الاستثمار

من السبل المتاحة أمام المستثمر المتحفظ، وضعه أمواله في أسهم شركة استثمارية. وتعرف تلك الأوراق المالية القابلة للرد بصافي قيمة أصولها بالأوراق المالية الخاصة "بصناديق الاستثمار المشتركة" (أو "الصناديق مفتوحة رأس المال"). ويعتمد أغلب هذه الشركات على بيع أسهم إضافية عبر جيوش من البائعين. أما الشركات الأخرى التي تصدر أوراقًا مالية غير قابلة للرد، فيطلق عليها شركات أو صناديق استثمار "مغلقة" رأس المال، والتي يظل عدد أسهمها ثابتًا. ويتم تسجيل جميع صناديق الاستثمار أيًا كان ثقلها في هيئة الأوراق والأسواق المالية، وتخضع للوائحها وقواعدها 183 .

183 يُعد قيام أي من صناديق الاستثمار سواء مغلقة رأس المال أو مفتوحة رأس المال أو صناديق الاستثمار التي يتم تداول أسهمها في البورصة ببيع أسهمها للعامة بدون "تسجيل" (أو تسديد رسوم مالية إلزامية) في هيئة الأسواق والأوراق المالية انتهاكًا للقانون الفيدرالي.

وتمثل هذه الصناديق صناعة ضخمة، وفي نهاية عام 1970 بلغ عدد تلك الصناديق المسجلة بهيئة الأوراق والأسواق المالية 383 صندوقًا بلغ إجمالي أصولها 54.6 مليار دولار. منها 356 صندوق استثمار مفتوحًا برأس مال يقدر بـ 50.6 مليار، و27 صندوقًا مغلقًا برأس مال

يقدر بـ 4 مليارات دولار 184 .

184 لقد تحولت صناعة الصناديق الاستثمارية من وصف " صناعة ضخمة " إلى صناعة هائلة. فبنهاية عام 2002، كان هناك 8279 صندوقًا استثماريًا عاملاً بالسوق بلغ إجمالي أصولها 6.56 تريليون دولار، كانت 514 منها مغلقة رأس المال وتبلغ قيمة أصولها 149.6 مليار دولار، و116 منها يتم تداول أسهمها في البورصة بقيمة رأس مال تصل إلى 109.7 مليار دولار، وبالطبع استثني من هذه الأرقام الاستثمارات المشابهة لتلك الصناديق كصناديق الدفعات السنوية المتغيرة أو صناديق حصص الاستثمار.

هناك سبل عدة لتصنيف هذه الصناديق الاستثمارية. من بينها تصنيفها تبعًا لتنوع مكونات محافظها الاستثمارية، فتكون "صناديق متوازنة" إن كانت نسبة السندات فيها ملحوظة (تمثل السندات فيها ثلث المحافظ الاستثمارية)، أو تكون "صناديق أسهم" إن اقتصرت حيازتها على الأسهم العادية. (وهناك أنواع متعددة أخرى كصناديق "السندات والحماية" و "صناديق استثمار الأوراق المالية غير المسجلة أو المقيدة بتعهد" إلخ) 185 . ولا تظل أسعار البيع والشراء في صناديق الاستثمار ذات رأس المال المغلق ثابتة، وإنما تتقلب في السوق المفتوحة مثلها في ذلك مثل أسهم الشركات العادية.

185 يمكنك أن تطالع قائمة بالفئات الرئيسية لهذه الصناديق على الموقع التالي /www.ici.org/pdf

g2understanding.pdf وhttp://
news.morningstar.com/fundReturns/
categoryreturns.html . ولـم يعـد للصـناديق ذات الأوراق المالية غير المسجلة وجود وفي الوقت نفسه يمتنع على صناديق الحماية بيع أسهم لأي مستثمر يقل دخله السنوي عن 200000 دولار أو يقل صافي ثروته عـن مليون دولار بمـوجب قوانـين هيئـة الأسـواق والأوراق المالية.

وتنضوي معاملات أغلب الشركات تحت لواء الأحكام الخاصة بقانون الضرائب على الدخل الذي يهدف إلى حمايـة حملـة الأسـهم مـن الازدواج الضـريبي علـى أرباحهم. وفي حقيقة الأمر ينبغي على تلك الصناديق دفع كل ما تحصل عليه من دخل عادي مثل توزيعات الأسهم والفوائد التي يتم الحصول عليها (مطروحة منـهم النفقات بـالطبع). وفضـلًا عـن ذلـك تـدفع تلـك الصناديق أرباحها الفعلية طويلة الأجل التي تتحقق من بـيع الاسـتثمارات وذلـك فـي صورة توزيعات الأرباح الرأسـمالية والتـي ينظـر إليـها حـامل السهم على أنها أرباحــه مـن الأوراق الماليـة. (وهنـاك خيـار آخـر هنـا، تغاضينا عـنه لتلافي الغموض) . وتتعامل جميع هذه الصـناديق تقـريبًا فـي فئـة واحـدة مـن فئـات الأوراق المالية القائمة. وقد ظهرت ورقة مالية جديدة في عام 1967 تقسم الرسملة إلى نوعين: إصدار ممتاز يحصل على جميع الدخل العادي، وإصدار رأسمالي، أو سهم عادي، يحصل على جميع الأرباح المتحققة من مبيعات الأوراق الماليـة (وهـي الصـناديق المسماة بالصناديق

ثنائية الغرض).

إن العديد من الشركات التي تعلن أن هدفها الرئيسي هو تحقيق أرباح رأسمالية تركز على شراء ما يطلق عليه "أسهم متزايدة القيمة" وغالبًا ما يقترن اسمها بكلمة "نمو". وتتخصص بعض من هذه الشركات في مجالات بعينها كالكيماويات أو الملاحة أو الاستثمارات الخارجية، وغالبًا ما يشار إلى ذلك فيما يطلق عليها من ألقاب.

وهكذا يجد المستثمر الذي يسعى وراء الاستثمار الذكي في أسهم هذه الصناديق نفسه أمام مجموعة من الخيارات الهائلة والمحيرة في آن واحد، وهي خيارات لا تختلف كثيرًا عن تلك التي تتيحها الاستثمارات المباشرة، وسوف نحاول في هذا الفصل معالجة بعض التساؤلات الرئيسية وهي كالآتي:

1 - 1. هل هناك أية وسيلة يضمن بها المستثمر تحقيق نتائج فوق العادة من خلال اختيار صندوق الاستثمار المناسب؟ (أما السؤال الذي يتفرع عن ذلك فهو: ماذا عن صناديق الاستثمار التي تهدف إلى إنماء رأس المال؟).

2 - 2. إن لم يكن ثمة سبيل لذلك، فكيف للمستثمر تجنب الاستثمار في صناديق ستعود عليه بنتائج أقل من المتوسط؟

3 - 3. هل بوسع المستثمر الاختيار الحكيم بين أنماط الصناديق المختلفة؛ وذلك بأن يختار مثلًا بين الصناديق

المتوازنة وتلك التي تتعامل في الأسهم وحدها أو بين الصناديق مفتوحة رأس المال وتلك مغلقة الرأس مال أو بين الصناديق المحملة برسوم مبيعات وتلك غير المحملة برسوم مبيعات.

أداء صناديق الاستثمار بصفة عامة

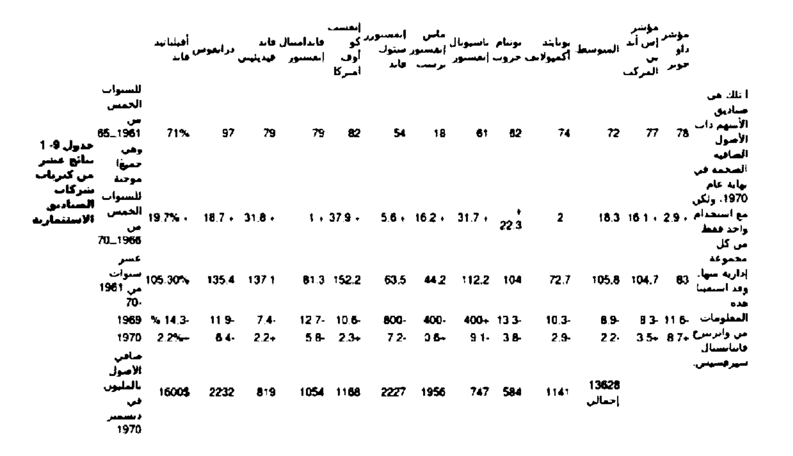
قبل محاولة الإجابة عن هذه الأسئلة، يتحتم علينا أن نشير إلى أداء صناديق الاستثمار ككل. ونتساءل: هل أدت خدمة جيدة لحملة أسهمها؟ ونسأل بصفة عامة، كيف كان مستثمرو تلك الصناديق أفضل حالًا ممن أقام استثماراته بصورة مباشرة؟ والإجابة هي أننا نعتقد أن هذه الصناديق في مجملها قد أحسنت صنعًا؛ فلقد حفزت ممارسة عادات صحية مثل الادخار والاستثمار، كما وَقَتْ عددًا لا يحصى من الأفراد شر الوقوع في أخطاء فادحة كانوا سيقعون فيها لو أنهم ذهبوا إلى سوق الأسهم وحدهم، في الوقت الذي جلبت فيه لهؤلاء الأفراد عوائد تماثل عائدات الأسهم العادية. وإننا نستطيع أن نزعم أن الفرد الذي اقتصر على الاستثمار في أسهم هذه الصناديق طوال السنوات العشر الماضية، قد حقق نتائج أفضل مما حققها ذلك الذي استثمر أمواله مباشرة في الأسهم العادية.

وقد تكون النقطة الأخيرة صحيحة على الرغم من أن أداء هذه الصناديق لم يكن أفضل حالًا من أداء الأسهم العادية ككل حتى إن فاقت تكاليف الاستثمار في هذه الصناديق تكلفة الشراء المباشر. فلم يكن الاختيار الحقيقي للشخص العادي ما بين تكوين وحيازة محفظة

متوازنة من الأسهم العادية أو القيام بالشيء نفسه (وإن كلفه أكثر) من خلال شراء أسهم صندوق مشترك، وإنما هو الاختيار بين العروض البراقة التي يأتيه بها مندوبو مبيعات الصناديق الاستثمارية من ناحية، وبين تلك الأكثر بريقًا التي يأتيه بها البائعون المغررون الذين يروجون لعروض جديدة من الدرجتين الثانية والثالثة في سوق الأسهم من ناحية أخرى. ولا نستطيع منع أنفسنا من التفكير في أن المستثمر العادي الذي يقوم بفتح حساب سمسرة بغية إقامة استثمارات محافظة قد يجد نفسه منساقًا للسير في تيار المضاربة، وما ينجم عنها من خسائر. وتلك إغراءات ينبغي أن تكون أخف حدة في حالة المشتري لأسهم الصناديق المشتركة.

ولكن ما تقييم أداء هذه الصناديق مقارنة بالسوق إجمالًا؟ في الحقيقة هذا سؤال مثير للجدال وسنعرض له بإيجاز غير مُخِلٍّ. ويتضمن الجدول (9 - 1) بعض النتائج التي حققتها عشرة من أكبر الصناديق الاستثمارية خلال الفترة ما بين عام 1961 وعام 1970والتي تم رصدها في نهاية عام 1970 مع اختيار أكبر الصناديق حجمًا في كل مجموعة من المجموعات الإدارية. ويلخص الجدول العائد الإجمالي لكل صندوق من تلك الصناديق في الفترتين الممتدتين من 1961 - 1965، و 1966 - 1970، وللسنتين 1969 و 1970 منفردتين. كما سنعرض أيضًا متوسط النتائج طبقًا لإجمالي قيمة كل سهم من أسهم كُلٍّ من هذه الصناديق العشرة. وهي الشركات التي فاقت قيمة أصولها

مجتمعة 15 مليار دولار بنهاية 1969، أو ما يقرب من ثلث قيمة جميع صناديق الأسهم. وبذلك نعتقد أن تلك النتائج تمثل عينة جيدة للصناعة ككل. (ومن الناحية النظرية، لابد أن يكون هناك تحيز في هذه القائمة لصالح الأداء الذي يفوق مستوى أداء السوق بصفة عامة؛ حيث إن تلك الشركات الأفضل أداءً مرشحة لتوسيع نشاطها أسرع من نظيراتها، ولكن قد لا تكون هذه هي الحال من الناحية العملية).



جدول 9-1 سائع عشر من كبريات شركات الصناديق الاستثمارية

	أفيليتايد فاند	درايفوس	فاند فيدينيس	فاندامنتال إنفستور	إنفستمنت كو أوف أمريكا	إنفستورز ستوك فاند	ماس إنفستورز ترست	ناشيونال إنفستور	بوتنام جروث	يونايتد أكمولاتيف	المتوسط	مؤشر إس آند بي المركب	مؤشر داو جونز
للسنوات الخمس من 1961_65	71%	97	79	79	82	54	18	61	82	74	72	77	78
وهي جميعًا موجبة للسنوات الخمس من 1966_70	19.7% +	18.7 +	31.8 +	1 +	37.9 +	5.6 +	16.2 +	31.7 +	+ 22.3	2	18.3	16 1 +	2.9 +
عشر سنوات من 1961-70	105.30%	135.4	137 1	81.3	152.2	63.5	44.2	112.2	104	72.7	105.8	104.7	83
1969	% 14.3-	11 9-	7.4-	12 7-	10.6-	800-	400-	400+	13 3-	10.3-	8.9-	8 3-	11 6-
1970	2.2%--	6 4-	2.2+	5 8-	2.3+	7 2-	0 6-	9 1-	3 8-	2.9-	2 2-	3.5+	8 7+
صافي الأصول بالمليون في ديسمبر 1970	1600$	2232	819	1054	1168	2227	1956	747	584	1141	13628 إجمالي		

أ تلك هي صناديق الأسهم ذات الأصول الصافية الضخمة في نهاية عام 1970، ولكن مع استخدام واحد فقط من كل مجموعة إدارية منها. وقد استقينا هذه المعلومات من وايزنبرج فاينانشال سيرفيسيس.

ويمكننا الوصول لحقائق مثيرة للاهتمام من هذا الجدول. أولًا نجد أن النتائج الإجمالية لهذه الصناديق العشرة في الفترة الممتدة ما بين عامي 1969 و 1970 لم تختلف كثيرًا عن تلك الخاصة بمتوسط مؤشر إس آند بي 500 المركب (ولا حتى نتائج مؤشر إس آند بي الصناعي 425) ولكنها كانت أفضل من نتائج مؤشر داو جونز الصناعي. (وهو ما يثير التساؤل حول سبب تدهور مستوى أداء العمالقة الثلاثين في داو جونز كثيرًا عن العديد من الأسهم بقوائم مؤشر إس آند بي؟) 186 . هناك نقطة ثانية، وهي أن الأداء الكلي لهذه الصناديق قد تحسن بصورة ملحوظة مقارنة بمؤشر إس

آند بي خلال السنوات الخمس الماضية، إذا ما قورن بأدائه خلال السنوات الخمس السابقة عليها. ولقد تدنت أرباح هذه الصناديق قليلًا عن أرباح مؤشر إس آند بي في الفترة ما بين عامي 1961 و 1965، ثم ارتفعت ارتفاعًا طفيفًا عنه في الفترة ما بين عامي 1966 و 1970، والنقطة الثالثة هي أن هناك اختلافًا شاسعًا في نتائج الصناديق الفردية.

186 بالنسبة للفترات الطويلة التي قد تصل إلى عشر سنوات تتباين هوامش عوائد داو جونز عن هوامش عوائد إس آند بي تباينًا شاسعًا. أما خلال فترات الاستثمار التقليدية التي تتراوح ما بين 25 و50 عامًا، فتتقارب هذه العوائد ويضيق الفارق بينها كثيرًا.

إننا لا نعتقد أنه يمكن توجيه الانتقاد لقطاع صناديق الاستثمار لمجرد أن مستوى أدائه لم يتفوق على مستوى أداء السوق ككل. إن مديري تلك الصناديق ومنافسيهم المحترفين يتولون إدارة نسبة كبيرة من الأسهم العادية المتداولة؛ بحيث إن ما يحدث في السوق بأسرها لابد أن يحدث لمجموعة صناديقهم. (ولاحظ أنه في عام 1969، اشتملت الأصول الائتمانية للبنوك التجارية المؤمن عليها على 181 مليار دولار من الأسهم العادية، فإذا أضفنا إلى ذلك الأسهم العادية الموجودة في الحسابات التي يتولى إدارتها مستشارو الاستثمار إلى جانب ما تصل قيمته إلى 56 مليار دولار داخل إطار صناديق الاستثمار المشتركة وما شابهها، فلابد أن نستنتج أن جميع القرارات التي يتخذونها هي التي تحدد حركة متوسطات الأسهم، وتحدد حركة

متوسـطات الأسـهم بـدورها النتـائج الكليـة لـهذه الصناديق).

فهل هناك ما هو أفضل من صناديق الاستثمار العادية؟ وهل بوسع المستثمر اختيار سبل أخرى لتحقيق نتائج أفضـل لنفسه؟ مما لا شك فيه أنه ليس بوسع جميع المستثمرين القيام بذلك وإلا عدنا في هذه الحالة من حيث بدأنا، وحينئذٍ لن يحقق أحد أي نتائج أفضل من غيره؛ لذلك دعنا نعد صياغة السؤال ثانية ولكن بعبارة أبسـط: لِمَ لا يسـع المسـتثمر البحـث عـن أفضـل هـذه الصـناديق أداءً طـوال مـدة كافيـة فـي الماضـي، ثـم يفتـرض تبـعًا لـذلك أن إدارته هـي الإدارة الأكفأ وأنها ستحقق أفضل النتائج مستقبلًا ومن ثم يضع ماله فيه؟ في حقيقة الأمر تبدو هذه الإجابة عملية للغاية لأنه في حالة صناديق الاستثمار المشتركة يمكنه الحصول على "أفضل مستوى إداري" دون أن يضطر إلى سداد أية مبالغ إضافية، وذلك بخلاف سائر الصناديق المماثلة الأخرى. (وعلى النقيض من ذلك من بين الشركات غير الاستثمارية تقوم الشركات التي تتمتع بمستوى إداري جيـد ببـيع الأسهم بأسعار مرتفعة مقارنـة بأصـولها وأرباحها الحالية).

لقد كانت الأدلة التي تؤكد هذه النقطة متعارضة على مر السنين. ولكن يشير جدول (9- 1) الذي يغطي نتائج عشرة من أكبر صناديق الاستثمار إلى أن النتائج التي حققتـها أفضـل خمسـة صناديق منها في الفتـرة التـي امتدت من 1961 وحتى 1965 أخذت في التزايد إجمالًا واستمرت طـوال الفترة ما بين عامي 1966 و 1970،

رغم أن اثنين منهما قد تدنى أداؤهما مقارنة بأداء اثنين من الخمسة الأخرى. كما تشير دراساتنا إلى أن المستثمر في أسهم الصناديق المشتركة قد يأخذ في حسبانه مقارنة أداء هذه الشركات خلال فترة زمنية سابقة قد تمتد إلى خمس سنوات مثلًا شريطة ألا تكون البيانات مجرد انعكاس لحركة تصاعدية ضخمة في حركة السوق ككل. أما في الحالة الأخيرة، فقد تتأتى النتائج الباهرة المرغوب فيها من جراء اتباع طرق غير تقليدية كما سنوضحه في القسم التالي بـ "صناديق إنماء رأس المال". إن تلك النتائج في حد ذاتها قد توحي فقط بأن مديري الصندوق يقدمون على مخاطر غير محسوبة وفي حقيقة الأمر يفلتون في الوقت الراهن بفعلتهم هذه.

صناديق إنماء رأس المال

تمثل صناديق إنماء راس المال إحدى الظواهر الجديدة على إدارة صناديق الاستثمار (بل وتمثل ظاهرة جديدة أيضًا على العديد من صناديق الائتمان). وللأمانة كان لزامًا علينا أن نستهل هذا القسم بأن نشير إلى أن تلك الظاهرة لا تنطبق على السواد الأعظم من الصناديق القوية الراسخة، وإنما اقتصرت على قطاع صغير نسبيًّا من هذه الصناعة، وهو القطاع الذي اجتذب اهتمامًا لا يتناسب مع حجمه. وقصة هذه الظاهرة بسيطة للغاية؛ إذ انتوى بعض مديري الصناديق تحقيق نتائج تفوق متوسط النتائج السائدة في السوق (أو نتائج مؤشر داو جونز الصناعي). وقد نجحوا في هذا لفترة من الزمن، وحققوا شعبية لافتة للنظر وحصلوا على المزيد من

الأموال لإدارتها. كان الهدف لا غبار عليه، ولكن لسوء الحظ بدا أنه عندما يتعلق الأمر باستثمار أموال هائلة فإن الهدف يصبح صعب المنال مع انطوائه على قدر هائل من المخاطرة. وهو ما حدث في غضون فترة وجيزة للغاية.

ولقد أثارت ظروف عدة أحاطت بهذه الظاهرة مشاعر الرفض (وهو ما كان بمثابة نذير سوء) داخل العديد منا نحن أهل الخبرة الذين غدت وجهات نظرهم تبعًا لذلك رجعية ولا تواكب "العصر الجديد" (الثاني). وبادئ ذي بدء وفيما يتعلق بهذه النقطة كان جميع هؤلاء العباقرة أصحاب الأداء الباهر صغارًا في السن في الثلاثينات أو الأربعينات من العمر واقتصرت خبرتهم المالية على العمل في الأسواق المنتعشة الصاعدة التي امتدت من عام 1948 وحتى 1968. وثانيًا كانوا عادة ما يتصرفون كأن تعريف "الاستثمار الجيد" هو السهم الذي من المتوقع أن ترتفع قيمته في غضون الأشهر القليلة القادمة. وأدى ذلك إلى تحمل التزامات ضخمة في مشروعات أحدث بأسعار لا تتناسب مطلقًا مع أصولها والأرباح التي تم تسجيلها. ولا "يبرر" تلك الالتزامات سوى مزيجٍ من الأماني الساذجة في أن تحقق تلك المشروعات الإنجازات المتوقعة منها في المستقبل، وخبثٍ واضحٍ يهدف إلى استغلال حماس الجهلاء والجشعين من العامة للمضاربة.

ولن نورد في هذا القسم أسماء أشخاص، لكننا نستشعر في الوقت نفسه أن الواجب يحتم علينا ذكر أمثلة واقعية وملموسة على تلك الشركات. لقد عنت ظاهرة

"صناديق إنماء رأس المال" في أعين الناس صندوق مانهاتن فاند إنكوربوريشن تحديدًا. تلك الشركة التي تأسست في نهاية عام 1965. لقد بلغ عدد الأسهم التي طرحتها لأول مرة سبعة وعشرين مليون سهم بسعر يتراوح بين 9.25 دولار و 10 دولارات للسهم الواحد. واستهلت الشركة عملها برأس مال قدر بـ 247 مليون دولار، وكان تركيز الشركة موجهًا بالطبع نحو تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة. ولقد وجهت أغلب الأموال التي تحصلت عليها للاستثمار في الأوراق المالية التي كانت تباع بأضعاف الأرباح الحالية، في الوقت الذي لم تكن تدفع فيه أي توزيعات (أو تدفع مقدارًا ضئيلًا منها) وتلا ذلك الإقدام على المضاربات الضخمة والتعامل مع تقلبات السعر الهائلة. وقد حققت هذه الشركة أرباحًا إجمالية بلغت 38.6% بنهاية عام 1967 مقارنة بـ 11% لمؤشر إس آند بي المركب. لكنَّ أداءها لم يكن على المستوى المطلوب كما سنرى في جدول 9 - 2.

الجدول 9-2 أداء المحفظة الاستثمارية

(الخاصة بصندوق مانهاتن فاند في 31 ديسمبر 1999)

الأسهم المباعة (بالآلاف)	السهم	السعر	مكاسب عام 1969	توزيعات أرباح العام نفسه	القيمة السوقية (بالمليون)
60	تليبرومتر	99	$ 0.99	لا شيء	$ 6.00
190	ديلتونا	60.5	2.32	لا شيء	11.5
280	فيدرر	34	1.28	$ 0.35	9.5
105	هورايزن كوربوريشن	53.5	2.68	لا شيء	5.6
150	رور كوربوريشن	34	0.07	لا شيء	5.1
130	ميتال كوربوريشن	64.25	1.11	0.20	8.4
120	بولا رويد	125	1.90	0.32	15
244أ	تليكس كوربوريشن	28.5	0.32	لا شيء	6.1
56	فور سيزونز نيرسيج	90.5	0.68	لا شيء	5.00
100	إنترناشيونال بيزنس ماشينز	77.75	1.92	0.80	7.8
190	فور سيزونز نيوسيج	66	0.80	لا شيء	12.3 ب
20	إنترناشيونال بيزنس ماشينز	365	8.21	3.60	7.3
41.5	ناشيونال كاش ريجستر	160	1.95	1.20	6.7
100	ساكسون آند ستري	109	3.81	لا شيء	10.9
105	كارير أكاديمي	50	0.43	لا شيء	5.3
285	كينج ريسور سيز	28	0.69	لا شيء	8.1
					$ 130.6
			أسهم عادية أخرى		93.8
			خيارات أخرى		19.6
			إجمالي الاستثمار ج		$ 244.00

أ بعد التقسيم سهمين لكل سهم

ب وهناك أيضًا 1.1 مليون دولار لأسهم تابعة

ج بعد طرح المكافئ النقدي

مقارنة الأداء السنوي بأداء مؤشر إس آند بي

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
مانهاتن فاند	% 6 -	38.6% +	7.3 - %	% 13.3 -	% 36.9-	% 9.6 +
المؤشر إس آند بي	% 10.1 -	23% +	10.4 + %	% 8.3 -	% 3.5 +	% 13.5 +

أقل ما يمكن قوله، هو أن حافظة صندوق مانهاتن كانت تعد في نهاية عام 1969 حافظةً غير تقليدية. كما كان غريبًا أن اثنين من أكبر استثماراتها كانا في شركتين آلتا إلى الإفلاس بعد الاستثمار فيهما بستة أشهر، في الوقت الذي واجه فيه استثمارها الثالث مطالبات الدائنين في عام 1971. ولكن من الحقائق الاستثنائية كذلك أن صندوق مانهاتن لم يكن هو الجهة الوحيدة التي استثمرت في تلك الشركات سيئة الحظ؛ فقد سارت على خطاها صناديق الوقف الجامعية ومعها الإدارات الائتمانية لكبريات الجهات المصرفية وما هو على

شاكلتها 187 ، أما الحقيقة الثالثة والغريبة، فكانت قيام المدير المؤسس لصندوق مانهاتن ببيع أسهمه في شركة إدارية أخرى مستقلة إلى إحدى الشركات الكبرى مقابل 20 مليون دولار، في الوقت الذي كانت فيه قيمة أصول الشركة المبيعة لا تتجاوز مليونًا واحدًا من الدولارات. ومما لا مراء فيه أن ما حدث يعد واحدة من أكبر صور التفاوت قاطبة بين النتائج التي يحققها الـ "مدير" ونتائج "الجهة التي يديرها".

187 كانت إحدى هذه الشركات "سيئة الحظ" التي يشير إليها "جراهام"، هي شركة ناشيونال ستودينت ماركيتنج كورب، وهي شركة قامت على توجه بارع الذكاء تمثل في المعاملات السهمية، وتم تناول قصته ببراعة تامة في أحد مؤلفات الكاتب "أندرو توبيا" بعنوان " *The Funny Money Game* " من منشورات بلاي بوي لعام 1971. ومن بين المستثمرين المحنكين (كما يفترض بهم)، والذين وقعوا في شراك الجاذبية الآسرة "لكورت راندل" مؤسس تلك الشركة - كان صندوق الوقف التابع لكورنيل آند هارفارد، والأقسام الائتمانية التابعة لبنوك لها مكانتها كمورجان جارانت وبانكرز تراست.

نشر في عام 1969 كتاب تناول شخصيات تسعة عشر رجلًا "اعتلوا قمة لعبة إدارة المليارات من أموال الأشخاص". ويخبرنا ملخص الكتاب بأن هؤلاء الرجال التسعة عشر كانوا "صغارًا في السن... ويجني بعضهم ما قيمته مليون دولار في العام.. في الوقت الذي كانوا يمثلون فيه بادرة جيل جديد من رجال المال... فقد

استحوذت السوق على إعجابهم تمامًا وامتلكوا مقدرة غير تقليدية على اختيار الأسهم الرابحة. ويمكننا أن نستوضح فكرة عن إنجازات هذه الكوكبة من الشخصيات من خلال فحص النتائج المنشورة عن الصناديق التي تولوا إدارتها؛ فقد تم رصد النتائج التي حققتها اثنتا عشرة شخصية من هذه الشخصيات التسع عشرة في مجلة ماني مانجرز. لقد أظهروا أداءً جيدًا في عام 1966، تلاه أداء أكثر براعة في عام 1967. وظل أداؤهم الجماعي طوال عام 1968 جيدًا، وإن تباين في جودته فيما بينهم. أما في عام 1969، فقد طالتهم الخسارة جميعًا، في حين لم يتجاوز سوى واحد منهم فقط أداء مؤشر إس آند بي المركب. وفي عام1970 كان أداؤهم أشد سوءًا مما كان عليه في عام 1969.

وقد عرضنا هذه الصورة لنشير لحالة ما، ربما كان الوصف الأفضل لها هو المثل الفرنسي الشهير الذي يعني "كلما تغيرت الأشياء، ظلت على حالها". لقد درج الأشخاص الأذكياء المتدفقون بالحيوية - الذين عادة ما يكونون من صغار السن - على قطع الوعود بتحقيق المعجزات "بأموال الآخرين" منذ عهود سحيقة. ولقد كانوا قادرين على تحقيق ما وعدوا به لبعض الوقت أو على الأقل هذا ما بدا أنهم يفعلونه ولكنهم في نهاية المطاف كانوا يخسرون تلك الأموال 188 " . ومنذ نصف قرن مضى، اقترنت تلك "المعجزات" بعمليات التحايل الصارخة، والتقارير الزائفة للشركات، والهياكل الرأسمالية المبالغ فيها، وغيرها من الممارسات المالية

التي تحمل شبهة التحايل. وأسفر كل ذلك في النهاية عن وضع هيئة الأسواق والأوراق المالية لنظام محكم للرقابة المالية صَاحَبَهُ توخي العامة للحذر تجاه الأسهم العامة. لقد تكررت خدعة "مديري المال"، التي تناولناها آنفًا وجرت وقائعها فيما بين عامي 1965 و 1969 بعد أقل من جيل واحد على خدعة فترة 1926 - 1929 189 . ولم يعاود أحد الكرة ويحاول اللجوء للممارسات السيئة التي فُرض عليها الحظر بعد انهيار عام 1929؛ لما قد يترتب عليها من أحكام بالسجن، ولكن استبدل بها في كثير من أروقة وول ستريت حيل وخدع أخرى أسفرت عن النتائج نفسها في النهاية؛ فقد اختفى التلاعب الواضح بالأسعار، فيما استحدثت طرائق أخرى لإسالة لعاب العامة السذج تجاه إمكانية تحقيق الربح من خلال الأسهم الرائجة. كان بالإمكان شراء كمٍّ هائل من الأسهم غير المسجلة بأسعار تتدنى كثيرًا عن أسعار السوق الرسمية، ورغم كونها تخضع لقيود غير معلنة على تداولها، كان بالإمكان إدراجها فورًا في تقارير هذه الشركات بقيمتها السوقية كاملة مما جعل الأرباح تبدو مغرية ومسيلة للعاب ووهمية في الوقت ذاته. إن المرء ستصيبه الدهشة من كيفية تكرار وول ستريت للتجاوزات والأخطاء نفسها في ظل تشريعات وقيود تختلف اختلافًا تامًّا عن تلك التي سادت في العشرينيات.

188 أحدث دليل على أنه " كلما تغيرت الأشياء، ظلت على حالها" عندك مثلًا "ريان جاكوب" هذا الفتى الأعجوبة ابن التسعة والعشرين عامًا، الذي أسس

جاكوب إنترنت فاند في نهاية عام 1999، وذلك بعد أن حقق عائدات بلغت 216% في مؤسسته السابقة دوت كوم فاند. وخلال الأسابيع القليلة الأولى من عام 2000 تـدفق مـا يصـل إلـى 300 مليون دولار مـن أمـوال المستثمرين على جاكوب فاند، تلا ذلك خسارة بلغت 79.1 % في عام 2000 أعقبتها خسارة بقيمة 56.4 % في عام 2001، و13 % في عام 2002، وهي خسارة متراكمة، تقدر بـ 92 % من الاستثمارات ككل. وهي خسارة بالطبع كانت كفيلة لأن تجعل مستثمري شركة السيد "جاكوب" أكثر حكمة ونضجًا مما جعلته هو شخصيًّا.

189 لقد تكررت الخسارة الفادحة والصدمة القاصمة فيما بين عامي 1999 و 2002، بعد 35 عامًا من دائرة الجنون السابقة. وربما يستغرق الأمر35 عامًا بالنسبة للمستثمرين الذين يتذكرون نوبة جنون "الاقتصاد الجديد" لكى يتلاشى أثر الصدمة أكثر من الذين لم يشهدوها، ولو أننا على صواب في هذا الحدس، فعلى المستثمر الفطن توخي الحذر كلما دنا عام 2030.

ومما لا شك فيه أنه سيجري سن تشريعات وقيود جديدة. وسوف يتم حظر الانتهاكات التي وقعت أواخر فترة الستينيات من وول ستريت بصورة جذرية. ولكن سوف يكون من الشطط توقع اختفاء النزعة إلى المضاربة، أو حظر استغلال الميل إلى المضاربة في الناس. ولذلك لابد أن يسلح المستثمر الذكي نفسه بمعرفة هذه "الأوهام الشائعة شيوعًا هائلًا بين العامة" ليتقيها والبعد عنها ما أمكنه إلى ذلك سبيلًا.

إن صورة صناديق "إنماء رأس المال" باهتة إن نظرنا إليها من واقع سجلاتها بعد عام 1967. أما إذا أضفنا لهذا السجل النتائج التي حققتها في عام 1967، فلن تبدو الصورة بهذا القدر من السوء. طبقًا لهذا المبدأ، سوف نجد أن أحد هؤلاء الذين قاموا على إدارة تلك الصناديق قد تجاوز أداء شركته أداء مؤشر إس آند بي بقليل، فيما تدنى أداء ثلاث من شركات نظرائه عن أداء المؤشر بينما كان أداء ستة منها مماثلًا لأداء المؤشر. ودعنا على سبيل التحقق نتناول مجموعة أخرى من تلك الصناديق وأقصد العشرة التي حققت أفضل نتائج في عام 1967، وعائدات تراوحت من 84 % إلى 301 % في هذا العام. من بين هذه الصناديق المقصودة، أربعة حققت أداءً فاق في مجمله مستوى أداء مؤشر إس آند بي طوال أربع سنوات ذلك إن احتسبنا أرباحها بينما تجاوز مستوى أداء اثنين منها النتائج التي حققها المؤشر في الفترة ما بين عامي 1968 و 1970. ولم تكن أي من هذه الشركات ضخمة الحجم، وكان متوسط رأس مالها يبلغ 60 مليون دولار. وهكذا يتجلى لنا دليل قوي على أن الحجم الصغير يمثل عاملًا ضروريًا لتحقيق نتائج جيدة ومستمرة.

ويوحي الرصد السابق بنتيجة ضمنية تتمثل في احتمال وجود مخاطر خاصة عندما نطالب مديري صناديق الاستثمار بتحقيق أداء فائق الجودة. إن الخبرة المالية تشير إلى أن الصناديق الضخمة التي تتمتع بإدارة جيدة أيضًا، ليس بوسعها سوى تحقيق ما هو أفضل من النتائج المتوسطة بقليل عبر الزمن. أما إذا

أسيئت إدارتها فإنها قد تحقق أرباحًا مذهلة ولكن وهمية ولفترة من الزمن، تتبعها خسائر فادحة. وقد كانت هناك أمثلة على بعض الصناديق التي واصلت تفوقها على أداء مؤشرات السوق طوال فترة لنقل عشر سنوات أو أكثر، إلا أنها لم تعد مجرد استثناءات نادرة الحدوث؛ حيث اقتصرت في معاملاتها على مجالات بعينها، وحدت لنفسها حدودًا لم تتجاوزها بالنسبة لرأس المال العامل، ولم يتم الإفراط في طرحها للتداول بين العامة 190 .

190 أما نظير"الاستثناءات النادرة" اليوم، فهي صناديق الاستثمار ذات رأس المال المفتوح والتي أوصدت أبوابها في وجه المستثمرين الجدد، بمعنى أن القائمين عليها قد أغلقوا الباب أمام تلقي المزيد من النقد. وبينما يقلل ذلك من الرسوم الإدارية التي بوسعهم تحصيلها، يعظم من العائدات التي يتاح لحملة أسهمهم الحاليين جنيها. ومثل ذلك التصرف يتسم بالشجاعة وينجم عن أن أغلب هؤلاء المديرين يفضلون أن ينظروا إلى صندوقهم على أنه الصندوق الذي يحتل الصدارة على أن ينظر إليهم هم شخصيًا أنهم يحتلون مكانة الصدارة.

صناديق رأس المال المفتوح في مقابل صناديق رأس المال المغلق

تمتلك الصناديق الاستثمارية المشتركة أو الصناديق ذات رأس المال المفتوح كلها، والتي تمنح لحملة أسهمها الحق في تحويل أسهمها إلى نقد طبقًا للقيمة اليومية للحافظة الاستثمارية، آلية مرنة لبيع أسهم جديدة.

وبـهذه الطريقـة زاد حجم أغلبـها بمـرور الزمـن. أمـا الصناديق ذات رأس المال المغلق وأغلبها سبق تنظيمه منذ فترة طويلة فلديها هيكل رأسمالي ثابت، وبالتالي تضاءل حجمها بتضاؤل أهمية الدولار. وفي حين روج الآلاف من مندوبي البيع المتدفقين بالحيوية والمقنعين لصـناديق رأس المـال المفتـوح، لـم تحـظ أسهم النوع الثاني بأية عناية خاصة في تسويقها. وبالتالي كان من الميسور بيع أسهم "الصناديق المشتركة" للعامة بزيادة ثابتة تبلغ 9% على قيمة صافي الأصول (لتغطية عمولة مندوبي البيع وخلافه)، فيما كانت غالبية أسهم صناديق رأس المال المغلق متاحة بقيمة تقل عن صافي أصولها. ولقد تباين مقدار الخصم على سعر هذه الأسهم من شـركة لأخـرى، كمـا تبـاين متوسـط هـذا الخصـم فـي المجمل من فترة لأخرى. ويتناول (الجدول 9 - 3) بعض الأمثلـة علـى هـذا الأمر في الفتـرة الممتـدة من 1961 وحتى عام 1970.

ولا يتطلب الأمر قدرًا كبيرًا من الحكمة ليعرف أن تدني سـعر أسـهم النـوع الثـاني مـن تلـك الصـناديق مقارنـة بأسعار النوع الأول ليست له علاقة بالتفاوت في الأداء الإجمالي لكل منهما؛ فتلك هي الحقيقة كما تشير إليها مقارنات الأداء السنوي طوال الفترة ما بين عامي 1961 و 1970 لكلا النوعين كما هو مبين في الشكل (9 - 3).

وهكـذا نخلـص إلـى إحـدى القواعـد القليلـة الواضـحة، والمتعلقــة بــاختيارات المسـتثمر. فـإذا رغبـت فـي الاستثمار في أحـد صناديق الاستثمار، فعليـك بشـراء مجموعة من الأسهم ذات رأس المال المغلق بخصم

يتراوح ما بين 10% و15% على صافي الأصول؛ فذلك خير لك من أن تسدد زيادة تبلغ 9% على صافي أصول النوع الأول. وبافتراض أن كلًّا من التوزيعات والتغيرات في قيمة الأصول ستبقيان على حالهما بالنسبة لكلتا الفئتين في المستقبل، فستجني تبعًا لذلك ما يقدر بخمس ما استثمرته في أسهم الصناديق ذات رأس المال المغلق.

ولسوف يسارع مندوبو بيع الصناديق المشتركة بالمعارضة قائلين: "يا للعجب!، ولكنك إذا امتلكت أسهمًا لصناديق ذات رأس مال مغلق، فلن تعلم أبدًا على وجه اليقين السعر الذي ستبيعها به؛ فقد يكون الخصم عليها أكبر مما هو الآن، فتعاني انتشارها وتداولها على نطاق واسع. أما مع أسهمنا فإنك تضمن تحويل أسهمك إلى نقد بقيمة تعادل 100 % من الأصول وليس أقل من ذلك بأية حال". ودعنا نفكر في هذا الرأي ولو قليلًا، فلسوف يمثل ذلك تجربة منطقية جيدة. ودعنا نطرح السؤال التالي: لنفترض أن الخصم على أسهم صناديق رأس المال المغلق قد تزايد، فكيف يحدث أن يسوء وضع أسهمك حينها مقارنة بأسهم صناديق رأس المال المفتوح؟

الشكل 9- 3 بيانات موثقة عن الصناديق ذات رأس المال المغلق، والصناديق المشتركة ومؤشر إس آند بي المركب

السنة	متوسط الخصم على الصناديق ذات رأس المال المغلق	متوسط نتائج هذه الصناديق أ	متوسط نتائج الصناديق المشتركة الأخرى ب	نتائج مؤشر إس آند بي المركب ج
1970	6%	مساوي	% 3.5-	3.5%+
1969		% 7.9 -	12.5-	8.3 -
1986	(+7) د	13.3 +	15.4+	10.4 +
1976	5 -	28.2 +	37.2 +	23.0 +
1966	12 -	5.9 -	4.1 -	10.1 -
1956	14 -	14.00 +	24.8 +	12.2 +
1964	10 -	16.9 +	13.6 +	14.8 +
1963	8 -	20.8 +	19.3 +	24.0 +
1962	4 -	11.6 -	14.6 -	8.7 -
1961	3 -	23.6 +	25.7 +	27.0 +
متوسط نتائج 10 سنوات:		+ 9.14%	+ 9.95 %	+ 9.79 %

أ متوسط وايزبرجر لعشر من الشركات المختلفة

ب متوسط لخمسة متوسطات تخص صناديق الأسهم المشتركة لكل سنة طبقًا لتصنيف وايزبرجر

ج في جميع الحالات يتم حساب التوزيعات تراكميًا

د هذه هي قيمة التسديدات وليست عوائد أو حصيلة ربحية

أما الإجابة عن هذا السؤال فتستدعي اللجوء لبعض العمليات الحسابية. افترض أن المستثمر (أ) اشترى بعضًا من أسهم صندوق رأس المال المفتوح بما يعادل 109% من قيمة الأصول، وأن المستثمر (ب) اشترى أسهم صندوق رأس المال المغلق بقيمة تعادل 85 % مضافًا إليها 1.5 % عمولة. كلتا المجموعتين من الأسهم ستجني وتسدد 30 % من هذه القيمة الخاصة بالأصول لنقل في غضون أربع سنوات وتنتهي بالقيمة نفسها التي كانت عليها عند البداية. عندها سيستعيد المستثمر (أ) قيمة أسهمه بنسبة 100 %، ويخسر ما نسبته 9 % قيمة الدفعة الأولى التي سددها. ويبلغ إجمالي عائداته خلال تلك الفترة (30%) ناقص التسعة بالمائة أو ما يعادل 21 % على قيمة الأصول، وهو ما يمثل في المقابل ما مقداره 19 % من قيمة استثماراته. فكم ينبغي للمستثمر (ب) أن يحقق على استثماراته ليحصل على العائد نفسه الذي حصل عليه المستثمر (أ)؟ الجواب هو 73% فقط، أو خصم مقداره 27 % من قيمة الأصول. بعبارة أخرى، بوسع المستثمر في الصناديق ذات رأس المال المغلق،

أن يتحمل خصمًا يقدر باثنتي عشرة نقطة من خصم السوق (أي الضعف) قبل أن يتدنى عائده ليماثل عائد المستثمر في الصناديق ذات رأس المال المفتوح. ولكن قلما يتأتى تغيير عكسي بهذا الحجم، هذا إن حدث أصلًا طوال تاريخ صناديق رأس المال المغلق؛ ولهذا من المستبعد تمامًا أن تجني عائدًا إجماليًّا أقل من هذا من أية شركة ذات رأس مال مغلق (نموذجية)، إن كنت قد اشتريت أسهمها بخصم وتساوى أداؤها مع أداء نظيرتها مـــن الصــناديق الاســتثمارية المشــتركة المفتوحــة (النموذجيــة). بـالطبع سـيتضاءل اسـتثمار الصـناديق محدودة رأس المال إن جرى استبدال أحد الصناديق التي لا تفرض رسوم مبيعات أو تفرض رسومًا منخفضة بـآخر يفـرض رسـم المبيعات المعتـادة التـي تصل إلى 8.5%، عندئذٍ تقل مزايا الاستثمار ذي رأس المال المغلق، ولكنـه يظـل فـي الـوقت نفسـه أفضـل مـن الصـناديق الأخرى.

الجدول 9 -4 متوسط نتائج الصناديق ذات رأس المال المغلق في الفترة ما بين عامي 1961 - 1970 أ

	1970	1966 1970	1961 1970	دفعات السداد أو الخصم في ديسمبر 1970
ثلاثة صناديق تبيع بأعلى من القيمة العادية	- 5.2 %	+ 25.4 %	+ 11.5 %	دفعة مسددة قدرها 11.4 %
عشرة صناديق تبيع بخصم	+ 1.3	+ 22.6	+ 102.9	خصم 9.2 %

أ استقينا هذه البيانات من وايزنبرجر فايننشيال سيرفيسيز

الجدول 9- 5 مقارنة بين اثنتين من كبريات شركات الصناديق ذات رأس المال المغلق أ

	1970	1966- 1970	1961- 1970	دفعات السداد أو الخصم في ديسمبر 1970
شركة جنرال إي إم إنفستورز كومباني	- 0.3 %	+ 34.0 %	+ 165.6 %	خصم بقيمة 7.6 %
شركة ليمان كورب	- 7.2 %	+ 20.6	+ 108.0	دفعة مسددة قدرها 13.9 %

أ استقينا هذه البيانات من وايزنبرجر فايننشيال سيرفيسيز

إن حقيقة قيام بعض الصناديق ذات رأس المال المغلق

ببيع أسهمها بعلاوة تزيد على الرسم الحقيقي الذي يصل إلى الـ 9% التي تبيع بها غالبية صناديق الاستثمار تطرح سؤالًا على المستثمر: هل تتوافر لهذه الشركات إدارة جيدة، أثبتت جدارتها بما يكفي لتستحق البيع بهذه الأسعار المغالى فيها؟ فإن عمدنا للبحث عن إجابة عن هذا السؤال من خلال النتائج المقارنة للسنوات الخمس أو العشر الماضية، فستكون الإجابة هي لا بوضوح؛ فثلاثة من هذه الشركات الست تمثل استثمارات أجنبية. وإحدى الخصائص التي لا تخطئها العين في هذه الشركات هي التفاوت الشديد في أسعارها في غضون عدة سنوات قليلة؛ فقد باعت إحداها أسهمها في نهاية عام 1970 بربع قيمة أعلى سعر لها، فيما باعت أسهمها فيما بعد بثلث تلك القيمة، وفي مرة أخرى بأقل من النصف. فإن نظرنا للشركات الثلاث المحلية التي باعت أسهمها بقيمة تربو على أصولها، فسنجد أن متوسط إجمالي عائداتها في خلال عشر سنوات يفوق بشكل ما عائد عشرة من صناديق الخصم، لكن العكس كان هو الصحيح خلال السنوات الخمس الماضية. فبمقارنة سجل السنوات 1961- 1970 لـ "ليمان كورب"، و "جنرال أمريكان إنفستورز" (وهما اثنتان من أعرق وأضخم شركات الصناديق ذات رأس المال المغلق في أمريكا) وهو المبين في الشكل (9 - 5) لوجدنا أن إحداهما قد باعت أسهمها بنهاية عام 1970 بزيادة تقدر بـ 14 % على قيمة أصولها، في حين باعت الثانية أسهمها بقيمة تتدنى عن قيمة صافي أصولها بـ 7.6 %. مع العلم بأن هذا التفاوت في السعر لم يبرره أي من الأرقام المذكورة.

الاستثمار في الصناديق المتوازنة

طبقًا لما جاء في "تقرير وايزنبرج" تراوحت نسبة توزيع أصول الصناديق المتوازنة البالغ عددها 23 صندوقًا ما بين 25 % و59 % في الأسهم الممتازة والسندات، في حين بلغ المتوسط 40 %. وقد تمثل رصيد التوازن في الأسهم العادية. وقد يكون من المنطقي بالنسبة للمستثمر التقليدي أن تكون استثماراته في السندات مباشرة بدلًا من أن يمتلكها باعتبارها جزءًا من الصندوق المشترك. ولقد بلغ متوسط عوائد هذه الصناديق المتوازنة في عام 1970، 3.9 % سنويًّا على قيمة الأصول، أو لنقل 3.6 % على سعر الطرح. ويعد أفضل خيار بالنسبة لمحفظة الاستثمار القائمة على السندات هو السندات الادخارية الأمريكية أو في سندات الشركات من الفئة (أ) أو ما هو أفضل، أو في السندات المعفاة من الضرائب.

تعليقات على الفصل التاسع

يسأل المدرس "بيلي بوب" قائلًا: "إذا كان لديك اثنا عشر حملًا وقفز واحد منها فوق السياج، فكم واحدًا تبقي لديك؟".

فأجابه "بيلي" قائلًا: "ولا واحد".

فيرد المدرس قائلًا: "أرى أنك لا تعلم شيئًا عن عملية الطرح".

فيرد "بيلي ": ربما ما تقوله صحيح، لكنني أعلم حملاني جيدًا".

ـ كما ورد على لسان "هنري تي. سي." الأستاذ بجامعة تكساس سكول أوف لو

الاقتراب من الكمال

ظهرت صناديق الاستثمار المشتركة، التي كانت نتاجًا أمريكيًّا خالصًا، في عام 1924، وذلك من قبل مندوب مبيعات سابق لأوعية الألومنيوم يدعى "إدوارد جي. ليفلر". وتتسم صناديق الاستثمار برخص ثمنها وملاءمتها وتنوعها وتمتعها بإدارة مديرين محترفين، وخضوعها لقواعد تنظيمية شديدة تفرضها أكثر تشريعات قانون الأوراق المالية الفيدرالية صرامة. ولكونها استثمارًا يسيرًا وفي متناول أغلب الأشخاص، أدخلت هذه الصناديق 54 مليون عائلة أمريكية (وملايين غيرها حول العالم) إلى عالم الاستثمار، وهو ما قد يكون أعظم إنجاز حققته الديمقراطية المالية

على الإطلاق.

لكن تلك الصناديق لا تخلو من العيوب مع أنها تكاد ترقى لمستوى الكمال، وهذا هو الفرق. ونظرًا لما تتسم بـه هـذه الصناديق مـن مثـالب يتـدنى مسـتوى أداء معظمها عن مستوى أداء السوق في الوقت الذي تبالغ فيـه فيمـا تفرضـه مـن رسوم علـى المسـتثمرين، ومما تتسبب فيه من ضرائب موجعة فضلًا عما تتسم به من تـذبذب حـاد فـي أدائـها صـعودًا وهبـوطًا؛ لـذلك علـى المستثمر الذكي أن ينتقي الصناديق الاستثمارية التي سيستثمر فيها أمواله بعناية فائقة؛ ليتقي شر التعرض فيما بعد لخسارة فادحة.

على قمة الرسوم البيانية

يقدم أغلب المستثمرين على شراء أسهم الصناديق التي ارتفعـت قيمتـها بسـرعة، مفترضـين أنـها سـتظل فـي ارتفاع. ولِمَ لا؟ فلقد بيّن علماء النفس أن لدى البشر ميلًا فطريًّا للتنبؤ بالمستقبل اعتمادًا على الأحداث التي يتكرر حدوثها مرات قلائل. بل الأكثر من ذلك أن كلًّا منا يعرف من خبرته الخاصة، أن هناك عمال سباكة أفضل من غيرهم، وأن هناك لاعبي بيسبول أفضل من غيرهم في إصابة الهدف، وأن مطاعمنا المفضلة تقدم باستمرار وجبات تفوق في جودتها غيرها، وأن الأطفال الأذكياء يحصـلون علـى درجـات مرتفعـة دائـمًا. كلنـا يعلـم أن المهارات والذكاء والعمل الجاد أمور لا تخطئها العين وتنال المكافأة على ذلك ويتكرر حدوثها فيما حولنا؛ لذلك إذا تفوق صندوق على السوق فإن حدسنا يجعلنا

نتوقع منه مواصلة ارتفاعه.

ولكن من سوء الطالع أنه في أسواق المال يعتبر الحظ أهم من المهارة. وإذا تصادف أن كان أحد المديرين في المكان المناسب في الوقت المناسب من وول ستريت فسوف يبدو عبقريًّا، ولكن كما هي الحال دائمًا غالبًا ما تتغير الأمور من النقيض إلى النقيض وما كان يومًا رائجًا يفقد جاذبيته ويبدو للناس أن معدل ذكاء مدير الصندوق المتدني قد هبط بمعدل 50 نقطة. ويبين الشكل (9 - 1) ما حدث لأبرز هذه الصناديق في عام 1999.

وما نورده هنا إنما هو تذكرة أخرى للقارئ بكيفية تحول أكثر قطاعات السوق سخونة في 1999 وهو قطاع التقنية إلى حالة البرودة الشديدة كأنه غاز النيتروجين السائل وكيف تبدلت أوضاعه بسرعة فائقة ودون سابق إنذار 191 . كما أنها تذكرة على أن شراء أسهم الصناديق اعتمادًا على أدائها السابق، إنما هو أحد أشد التصرفات التي قد يقدم عليها المستثمر حمقًا. لقد أخذ علماء المال يدرسون أداء صناديق الاستثمار طيلة نصف قرن على الأقل، وقد توصلوا بالإجماع إلى النقاط التالية:

191 توجد صناديق تختص بكل صناعة يمكن تخيلها تقريبًا، ويرجع تاريخ نشأتها إلى العشرينيات من القرن الماضي. وها هو الدليل يظهر جليًّا بعد ثمانين عامًا على ما يلي: ما من قطاع ذاع وشاع تداول أوراقه المالية في سنة من السنين، إلا وكان من بين القطاعات الأسوأ أداءً

في العام الذي يليه. ومن الطبيعي عندئذٍ أن تجر صناديق القطاعات هذه الوبال على المستثمرين.

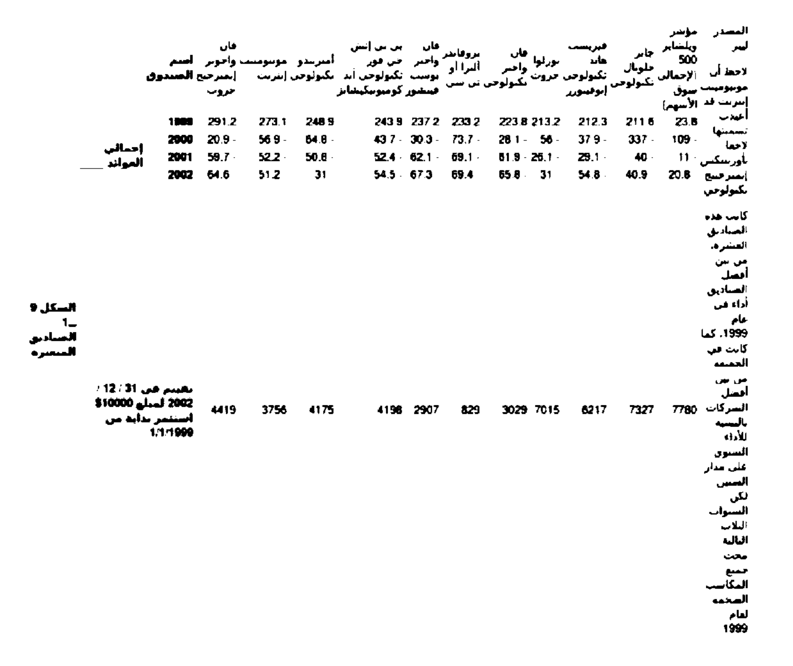
- • لا تنتقي أغلب الصناديق العادية أسهمها بعناية كافية لتتغلب بذلك على تكاليف انتقاء هذه الأسهم أو تداولها.
- • هناك علاقة عكسية بين نفقات الصندوق وعوائده.
- • كلما زاد تداول أسهم الصندوق، تضاءلت عوائده.
- • من المحتمل أن تظل الصناديق شديدة التقلب ما بين الارتفاع والهبوط على هذا الوضع دائمًا.
- • ليس من المحتمل أن تظل الصناديق التي حققت عوائد مرتفعة في الماضي صناديق مربحة لوقت طويل في المستقبل 192 .

-

192 يبلغ حجم الدراسات التي أجريت حول صناديق الاستثمار المشتركة الجبال طولًا بحيث يصعب الاقتباس منها هنا. إليك بعض الملخصات والروابط الإلكترونية التي قد تفيدك، وستجدها في المواقع التالية: www . investorhome . com / mutual . htm # do و www . ssrn . com ، وادخل كلمة " mutual funds " في خانة البحث، واذهب أيضًا لموقع www . stanford . edu /~ wfsharpe art / art . htm .

إن فرص اختيارك للصناديق الأفضل أداءً في المستقبل اعتمادًا فقط على ما حققته من عوائد في الماضي تعني

أنك أسلمت العملية برمتها للحظ، وأيضًا إن نجحت هذه الإستراتيجية مرة، فبكل تأكيد ستفشل في باقي المرات. (انظر صفحة 282).



اسم الصندوق		مؤشر ويلشاير 500 (الإجمالي سوق الأسهم)	جانوس جلوبال تكنولوجي	فيرست هاند تكنولوجي أبورتيونيتيز	بورلوا جروث	فان واجنر تكنولوجي	بروفاندز ألترا أو تي سي	فان واجنر بوست فينشور	بي سي إتش جي فور تكنولوجي أند كوميونيكيشنز	أميريندو تكنولوجي	موبيوسميث إنترنت	فان واجنر إيمرجنج جروث
إجمالي العوائد	1999	23.8	211.6	212.3	213.2	223.8	233.2	237.2	243.9	248.9	273.1	291.2
	2000	109 -	337 -	37.9 -	56 -	28.1 -	73.7 -	30.3 -	43.7 -	64.8 -	56.9 -	20.9 -
	2001	11 -	40 -	29.1 -	26.1 -	61.9 -	69.1 -	62.1 -	52.4 -	50.8 -	52.2 -	59.7 -
	2002	20.8	40.9	54.8 -	31	65.8 -	69.4	67.3	54.5 -	31	51.2	64.6
تقييم في 31 / 12 / 2002 لمبلغ 10000$ استثمر بداية من 1/1/1999		7780	7327	6217	7015	3029	829	2907	4198	4175	3756	4419

المصدر: ليبر. لاحظ أن موبيوسميث إنترنت قد أعيدت تسميتها لاحقًا بأورسكس إيمرجنج تكنولوجي

كانت هذه الصناديق العشرة، من بين أفضل الصناديق أداء في عام 1999. كما كانت في الجملة من بين أفضل الشركات بالنسبة للأداء السنوي على مدار السنين لكن السنوات الثلاث التالية محت جميع المكاسب الضخمة لعام 1999

الشكل 9 ـ1 الصناديق العشرة

ولكنَّ هناك أخبارًا سارة. فبادئ ذي بدء، إن فهمك لصعوبة العثور على صندوق جيد سيساعدك على أن تكون مستثمرًا أكثر ذكاءً. وثانيًا، في حين يعد الأداء السابق مؤشرًا واهنًا على العوائد المستقبلية، هناك عوامل أخرى يمكنك توظيفها لتحسين انتقائك ما بين هذا الصندوق وذاك. وأخيرًا، بوسع أحد تلك الصناديق أن يمنحك عوائد ممتازة حتى إن لم يتفوق أداؤه على أداء السوق، وذلك من خلال توفير وسيلة اقتصادية تنوع بها ما في حوزتك من أوراق مالية، وأهم شيء هو أنك لو أحسنت انتقاء الصندوق، لوجدت الوقت اللازم لجميع الأشياء الأخرى التي تفضل القيام بها بدلًا من إنفاق الوقت على انتقاء الأسهم.

الأول يصبح أخيرًا

لِمَ لا تظل الصناديق الرابحة، رابحة على الدوام؟

كلما تحسن مستوى أداء صندوق ما، ازدادت العوائق التي يواجهها مستثمروه، ألا وهي:

المديرون المهاجرون. فإذا عرف عن مدير ما أنه صاحب انتقاء حصيف للأسهم، فسيسعى الكل وراءه بما فيهم الصناديق المنافسة؛ فلئن ابتعت أسهم ترانس أمريكا بريميير إكويتي فاند لتحولها لنقد بعد ذلك اعتمادًا على مهارات مديرها "جلين بيكرستاف"، والذي حقق لهذه الشركة عوائد بلغت 47.5 % في عام 1997، فقد فارقك الحظ؛ إذ استقطبته تي سي دابليو في أواسط عام 1998 ليدير تي سي دابليو جاليليو سيليكت إيكويتيز التابع لها، فيما تخلفت ترانس أمريكا عن ركاب السوق طوال السنوات الأربع اللاحقة. وإن ابتعت أسهم فيديليتي أجريسيف جروث في أوائل عام 2000، ليكون لك نصيب في الأرباح التي حققتها "إيرين سوليفان"، وهي التي ضاعفت أموال حملة أسهمها منذ عام 1997، فإليك ما يلي من الأخبار، لقد استقالت لكي تؤسس صندوق الحماية الخاص بها عام 2000 في الوقت الذي خسر فيه الصندوق الذي كانت تديره ثلاثة أرباع قيمته في غضون السنوات الثلاث اللاحقة [193] .

193 لا يعني ذلك أن تلك الصناديق كانت مقدَّرة لها مواصلة تفوقها لو أن مديريها النجوم اللامعين ظلوا فيها، ولكننا على يقين من أن أداء الصندوقين قد

تدهور بعد تركهم إياهما.

مرض تضخم الأصول. عندما يحقق صندوق ما عوائد ضخمة، ينتبه المستثمرون لذلك وهكذا تتدفق عليه مئات الملايين من الدولارات في ظرف أسبوع واحد؛ مما يؤدي إلى الحد من الخيارات المتاحة أمام مديري الصندوق، وتكون جميعها سيئة. ويستطيع مدير الصندوق الاحتفاظ بتلك الأموال تحسبًا ليوم سوء يحتاج إليها فيه، لكن ذلك سيؤدي إلى ضآلة عائدات الصندوق إذا واصلت قيمة أسهمه ارتفاعها. كما بوسعه وضع الأموال الجديدة في الأسهم التي يمتلكها بالفعل، والتي يرجح تحقيقها لزيادة منذ الوهلة الأولى التي اشتراها فيها، ويرجح أن تزداد قيمتها بصورة خطيرة إن ابتاع منها بملايين من الدولارات. أو يمكنه ابتياع أسهم جديدة لم تنل إعجابه إلى الحد الذي كان كفيلًا بأن يجعلها ضمن ما في حوزته من أسهم بالفعل ولكن صار عليه الآن التعامل فيها، وأن يضع المزيد من الشركات، التي قد تفوق ما اعتاد متابعته نصب عينيه.

وأخيرًا، وحين يضع صندوق نيمبل ذو المائة مليون دولار 2 % من أصوله (أو مليوني دولار) في مينناو كورب، وهي الشركة التي تقدر القيمة السوقية لأسهمها بخمسمائة مليون دولار، يكون قد ابتاع ما يقل عن نصف في المائة من قيمة هذه الشركة. ولكن إذا أدى ارتفاع مستوى أداء الصندوق إلى زيادة رأس ماله ليصل إلى عشرة مليارات دولار، فسيمثل 2% من استثماراته 200 مليون دولار، وهو ما يعادل نصف

تبيحه القوانين الفيدرالية. فإذا كان مدير محافظ "نيمبل" لا يزال يرغب في حيازة أسهم لشركات صغيرة فسوف يتحتم عليه إذن بعثرة أموال الصندوق على عدد كبير من الشركات، وهو ما قد يؤدي لتشتيت انتباهه أيضًا.

لا مزيد من الارتجال. تلجأ بعض الشركات إلى عملية "احتضان" لصناديقها قبل طرحها على العامة للتحقق من صحة مسارها. (وبالتالي يتمثل حملة الأسهم الوحيدون في الموظفين والأعضاء المنتسبين للصندوق نفسه)، فمن خلال الإبقاء على تلك الصناديق صغيرة، تستطيع المنظمة الأم استخدامها كمعمل تجارب للإستراتيجيات الخطرة والتي تعمل أفضل ما تعمل مع المقادير الصغيرة من المال، كشراء أسهم الشركات الصغيرة أو أسهم الطرح المبدئي لشركات رابحة. فإن نجحت تلك الإستراتيجيات، فبوسع الصندوق إغراء العامة واجتذابهم عن طريق الدعاية عن عائداته الخاصة. وفي حالات أخرى، لا يحتسب مدير الصندوق المصاريف الإدارية كلها رافعًا بذلك صافي العائد، ليعود لاحقًا فيضيفها بعد أن تكون العائدات المرتفعة قد اجتذبت جحافل من الزبائن. ولقد تدنت عائدات تلك الصناديق جميعًا وبلا استثناء للمستوى المتوسط، بعد أن اجتذبت ملايين الدولارات إليها.

النفقات المتزايدة . يكلف تداول مقادير ضخمة من الأسهم في أغلب الأحيان أكثر مما يكلف تداول مقادير صغيرة منها، كما أنه في ظل وجود قلة من البائعين والمشترين، فمن الأصعب أن يجد الطرفان ما يبحثان

عنه. وعندما يأتي أحد الصناديق برأس مال يبلغ 100 مليون دولار، فقد تبلغ مدفوعاته على تلك الأصول 1 % سنويًا في شكل تكاليف تداول. أما إذا أدت العوائد المرتفعة إلى زيادة رأس مال الصندوق ليبلغ عشرة مليارات دولار، فمن الممكن أن تكلفه عمليات التداول 2 % على الأقل من تلك الأصول. وقد يعمد الصندوق لإبقاء ما في حيازته من الأسهم لأحد عشر شهرًا؛ مما يعصف بعائداته بعد موازنتها بتكاليف التداول. كما يندر في الوقت نفسه أن تنخفض التكاليف الأخرى الخاصة بإدارة الصندوق، بل إنها قد ترتفع في بعض الأحيان بسبب تضخم الأصول. وفي ظل نفقات تشغيل تقارب 1.5 % مضافًا إليها تكاليف تداول ومقايضة تبلغ 2 %، يصير لزامًا على الصندوق التفوق على أداء السوق بـ 3.5 نقطة سنويًا، لا لشيء إلا ليواكبه بعد حساب جميع التكاليف.

سلوك القطيع. وأخيرًا ما إن يحقق أحد الصناديق النجاح حتى يتملك مديريه الخوف والنزعة للمحاكاة والتقليد. وكلما زاد الصندوق نموًا، زادت رسومه؛ مما يفقد القائمين عليه الشجاعة والإقدام. فالمخاطر التي أقدموا عليها في البداية ليحققوا العوائد المرتفعة، قد تتسبب الآن في هروب المستثمرين وتعريض كل تلك الأرباح للخطر؛ ولذا تشبه الصناديق الضخمة قطيعًا من الحملان المتخمة، تتخبط في سيرها. إن صناديق النمو كلها تحوز أسهم سيسكو وجنرال إليكتريك و مايكروسوفت وفايزر و وول مارت، وبنسب متساوية تقريبًا. ولقد شاع هذا السلوك حتى إن الدارسين

يطلقون عليه سلوك القطيع 194 . إن سعي المديرين لحماية دخلهم الخاص الذي يحصلون عليه من الرسوم يقيد حرية حركتهم وقدرتهم على تحقيق عائدات فائقة من أجل مستثمريهم الخارجيين.

194 هناك درس ثان نتعلمه من هذا، وهو أنه لكي ينجح المستثمر الفرد، عليه إما أن يتجنب الشراء من ذات القائمة الممتازة للأسهم والتي لجأت إليها جهات الاستثمار الكبرى، أو أن يلجأ إليها مع إبقائها في حوزته لفترات أطول. انظر مقالة "إيريك. آر. سيري" و "بيترو توفانوا" بعنوان : " Costly Search and Mutual Fund Flows " والتي نشراها في صحيفة " *Journal of Finance* " مجلد 53 العدد 8 ونشرت في أكتوبر عام 1998 صفحات 1589- 1622، وكذلك مقالة "كيث. سي. براون" و"دابليو. في. هارلو ولورا ستاركس" " Of Tournaments and Temptations " رقم 1 العدد 51، مارس 1996، الصفحات 85 - 110، وكذلك "جوزيف لوكونيشوك"، "آندريا شليفر" و"روبرت فيني" ? What do money Managers do بحث قدماه لجامعة إلينوي في فبراير 1997، وكذلك ستانلي إيكينس وستانلي ستانسيل وبول ويرزيم" Institutional Portfolio composition " في الإصدار ربع السنوي لمجلة *Economics and Finance* المجلد 38 رقم 1، ربيع عام 1998، الصفحات 93 - 110، و "بول جومبرز" و"آندروا ميتريك" " Institutional Investors and Equity Prices " الإصدار ربع السنوي " *Journal Economics* " مجلد 116، رقم 1، فبراير 2001، الصفحات 229 - 260.

وبسبب التكاليف الضخمة والإدارة السيئة، تفشل أغلب الصناديق في الاستمرار؛ فلا عجب إذن من تدني العوائد بمرور الزمن؛ حيث يؤدي تضخم التكاليف أكثر فأكثر إلى تخلف الصندوق تلو الآخر عن الركب كما هو مبين في الشكل 9- 195 2.

195 ومن المثير للذهول أن هذا الإيضاح يحقر من شأن ميزة الصناديق القائمة على المؤشر؛ حيث إن قواعد البيانات التي تم استقاؤه منها تفتقر إلى سجلات رصد لتتبع مئات الصناديق التي اختفت خلال تلك الفترة، ولكن إذا تم القياس بصورة أكثر دقة فسيتم توضيح ميزة المؤشرات بصورة أقوى.

فما الذي يجب على المستثمر الذكي إذن فعله؟

الشكل 9 - 2 مسار أداء صناديق الاستثمار

إذا نظرنا إلى الخلف (من 31 ديسمبر 2002) فكم عدد صناديق الاستثمار التي فاق أداؤها أداء مؤشر ستاندرد آند بورز500 لصناديق الاستثمار؟

في عام واحد: 1186 من أصل 2423 صندوقًا (أو 48.9%)

في ثلاث سنوات: 1157 من أصل 1944 صندوقًا (أو 59.5%)

في خمس سنوات 768 من أصل 1494 صندوقًا (أو 51.4 %)

في عشر سنوات: 227 من أصل 728 صندوقًا (أو 31.2%)

في خمسة عشر عامًا 125 من أصل 445 صندوقًا (أو 28.1 %)

في عشرين سنة: 37 من أصل 248 صندوقًا (أو 14.9%)

المصدر: مؤسسة ليبر

أولًا، عليه أن يعرف أن الصندوق القائم على مؤشر يحوز جميع أسهم السوق طول الوقت دون أي تظاهُر بالقدرة على انتقاء أفضل الأسهم وتجنب أسوئها، سيفوق في أدائه على المدى الطويل أداء أي صندوق آخر في السوق. (فإن لم تكن شركتك توفر لك فرصة

المشـاركة فـي صـندوق معاشـات قـائم علـى مؤشـر ومنخفـض التكلفـة K 401 ، فعليـك بجمع أقرانك في العمل ورفع التماس تطالبون فيه بتوفير تلك الفرصة)؛ إذ إن تـدني تكاليفـه التشـغيلية التـي لا تتجـاوز 0.2% سنويًّا، مضافة إليها تكلفة تداول سنوية تبلغ 0.1% هو مـا يعطـي للاستثمار في مثل هذه الصناديق ميزة لا تضاهيها ميزة أخرى، فإن أتت الأسهم بعائدات سنوية تبلغ 7 % طوال العشرين عامًا التالية لبدء استثمارك مثـلًا فقـد لا تقـل عوائـد صـندوق اسـتثمار قائم علـى المؤشـرات كصـندوق فـانجارد سوى القليـل عـن 6.7% (معنى هذا أن كل استثمار بمبلغ 10000 دولار، سيعود علـى صـاحبه بــ 36000 دولار أو أكثـر). أمـا صـناديق الاستثمار التقليدية بنفقاتها التشغيلية البالغة 1.5 %، وتكاليف تداولها القاسية التي تقدر بـ 2 %، فستكون محظـوظًا إن حققـت مـن خلالـها عائـدًا يصـل 3.5 % سنويًّا. (بمعنى أن كل 10000 دولار ستعود على صاحبها بأقل من 20000، أو أقل بخمسين بالمائة من العائد الذي كان سيجنيه من صندوق قائم على مؤشر).

يتمثل العيب الوحيد للصناديق القائمة على المؤشرات في أنها تبعث على الضجر. فلن يكون بمقدورك الذهاب لحفـل شـواء والتفـاخر بحيـازتك لأفضـل صـناديق الاستثمار أداء في السوق. كما لن يكون بمقدورك أبدًا التباهي بأنك تفوقت على السوق؛ إذ إن وظيفة مثل هـذه الصـناديق هـي مواكبـة عوائـد السـوق ولـيس تجاوزها. فليس بوسع مدير الصندوق الذي استثمرت به مالك أن يلقي بالنرد محذرًا أن الصناعة الرابحة غدًا هي

المواصلات السلكية أو مواقع الويب أو عيادات إفقاد الوزن، وبالتالي سيظل في حوزة الصندوق جميع أسهم السـوق علـى تنوعـها، دون عمـل حسـاب لمثـل تلـك التوقعات الجزافية. ولكن وبمرور الوقت، سوف تتزايد مـيزة التكلفـة التـي تتمتـع بها الصناديق القائمة على المؤشـرات؛ لذلك إذا أبقيت أسهم هذه الصناديق في حوزتك لعشرين عامًا، وأضفت المال إلى استثماراتك فيها الشهر تلو الآخر، فكن على يقين من أنك ستتفوق علـى كوكبـة المحتـرفين وأفـراد المسـتثمرين علـى حـد سواء. ولقد أثنى "جراهام" في خاتمة حياته على هذه الصناديق مشيرًا إليها كأفضل خيار أمام المستثمر الفرد، وكذلك فعل "وارين بافيت" 196 .

196 (انظر مؤلف "بنيامين جراهام" *Benjamin Graham :Memoirs of the Dean of Wall street* "، " سيمور شاتمان ") طبعة ماكجروهيل، نيويورك 1996، صفحة 273، وكذلك " جانيت لوي" : *The Rediscovered Benjamin Graham : Selected Writings of the wall street legend* (الناشر: جون ويلي وسانز، نيويورك 1999) صفحة 273، وكتب "وارن بافيت" في تقريره السـنوي الصـادر عـام 1996 يقـول : "سـيجد أغلـب المسـتثمرين أفـرادًا وجماعات، أن أفضـل سبل حيـازة الأسهم العادية إنما هي من خلال الصناديق القائمة على المؤشر، تلك التي تفرض أدنى الرسوم على مستثمريها. فلـيثق الـذين يسـلكون هذه السبيل بأنهم سيحققون أفضـل النتـائج (بعد اقتطاع النفقات والرسوم) والتـي سـيعمل علـى تحقيقها لهم أكفأ المحتـرفين فـي عـالم

الاستثمار". انظر (www.berkshirehathaway.com/ 1996ar/1996.html).

قلب الموائد

عندما تدرك كم العوائق التي تواجه هذا النوع من الصناديق لن تتعجب من أن قلة منها فقط هي التي تتفوق في الأداء على المؤشر، بل سيثير عجبك كيف لأي منها فعل ذلك. ولا يزال البعض منها يتفوق على المؤشرات حتى الآن، فما القواسم المشتركة بين هذه الصناديق؟

مديروها هم أكبر حملة أسهمها؛ حيث تخف حدة تعارض المصالح بين ما يصب في مصلحة مديري الصناديق وما يصب في مصلحة حملة أسهمها عندما يمتلك المديرون أغلبية أسهم الصندوق؛ ولهذا فإن بعض الشركات مثل شركة لونجلييف بارتنرز، تمنع موظفيها من حيازة أية أوراق مالية سوى الأوراق المالية الخاصة بشركتهم. ففي لونجلييف وغيرها من الشركات كديفيز وإف بي إيه، يحوز المديرون الكثير من أسهم صناديقهم؛ لذلك تراهم حريصين في إدارتهم لأموالك كما لو كانت أموالهم؛ حيث يبذلون قصارى جهدهم للحيلولة دون زيادة الرسوم أو دفعك لضرائب مرتفعة وهم في ذلك إنما يبغون دفع الصندوق إلى الأمام نحو احتلال مكانة مرموقة. ولسوف تجد بيان تفويض وبيانًا يحتوي على معلومات إضافية استقينا كلًّا منهما من هيئة الأسواق والأوراق المالية ونشرا على قاعدة بيانات موقع EDGAR التالية: www.sec.gov ؛

حيث ستجد بيانًا شافيًا عما إذا كان أي من هؤلاء المديرين يحوز 1% على الأقل من أسهم هذه الصناديق أم لا.

رخص ثمنها . من الأساطير الشائعة في عالم صناديق الاستثمار أن ما تحصل عليه يوازي قيمة ما تدفعه، بمعنى أن أفضل العائدات تأتي لقاء أعلى رسوم تداول. لكنَّ هناك ثغرتين في هذه المقولة. أولاهما، أنها غير صحيحة، فلقد ثبت عبر عقود من الدراسة والبحث أن الصناديق التي فرضت رسومًا كبيرة هي أدنى الصناديق عوائدَ. وثانيتهما أن العوائد الضخمة تكون مؤقتة أما الرسوم الباهظة فدائمة. فإن استثمرت في أحد تلك الصناديق لعائداته المرتفعة المغرية، فقد ينتهي بك المآل خالي الوفاض إلا من عبء تكاليف الحيازة.

تعمل بطرق مختلفة. عندما كان "بيتر لينش" يدير "فيديليتي ماجيلان"، كان يبتاع الأسهم الرخيصة ما استطاع إلى ذلك سبيلًا، بغض النظر عما يقبل مديرو الصناديق الأخرى على حيازته. ولقد تمثل أكبر استثمار له في عام 1982 في أذون الخزانة، تلا ذلك مباشرة تحوله إلى "كرايسلر" حتى حين سادت بين الخبراء توقعات بإفلاس صناعة السيارات، ثم في عام 1986، وضع "لينش" ما يقرب من خمس رأس مال فيديليتي ماجيلان في الأسهم الأجنبية كهوندا ونورسك وهيدرو وفولفو؛ ولذلك نزكي لك قبل إقدامك على ابتياع أسهم أمريكية، أن تقارن ما بين الأسهم المدرجة في آخر التقارير الصادرة وبين الأسهم المدرجة في مؤشر إس آند بي 500. فإن بديا لك متشابهين فاعمد لغيرهما

197 .

197 سوف تجد قائمة كاملة للشركات الثابتة في هذا المؤشـــــــر علـــى المـــوقع التـــالي: www . standardandpoors . com

إنهم يغلقون الباب. أفضل تلك الصناديق، هي التي توصد الباب أمام مستثمرين إضافيين ولا تسمح إلا لحملة أسهمها الحاليين باقتناء المزيد من أسهمها. فذلك ما يوقف سيل المشترين الجدد والراغبين في حصد الثمار الجاهزة، كما يقي الصندوق آلام تضخم الأصول. ثم هو أيضًا علامة على أن القائمين على الصندوق لن يقـدموا مصـالحهم الشـخصية علـى مصـلحتك. لكن الواجب هو الإقدام على هذا الإجراء قبل وليس بعد زيـادة حجـم الصـندوق. ومثـال ذلـك شـركات مثـل لونجليبيف ونيوميريك وأووكمارك وتي روي برايس، وفانجارد ووازاتش.

الإحجام عن الدعاية والإعلان. "إن أفضل الحكام"، كما قال أفلاطون في جمهوريته، "هم الذين يزهدون في الحكم"، وكذلك الحال بالنسبة للمديرين، فأفضلهم من بـدا كأنـه زاهـد فـي مـالك. فـلا يتكـرر ظـهورهم علـى شـاشات المحطات المتخصصة في المال، ولا يعلنون كيف أنهم في الطليعة؛ فها هو صندوق مايرز آند باور جـروث رغـم رسـوخ أقـدامه، لـم يمتلـك مـوقعًا علـى الإنتـرنت حتـى عـام 2001، ولا يزال تـداول أسـهمه مقتصرًا على 24 ولاية فقط. كما لم يعلن صندوق توراي قـط عـن نفسـه منـذ انطلاقـه عـام 1990 فـي سـماء

الاستثمار.

ما الذي يجب عليك أيضًا أن تنتبه له؟ إن أغلب من يستثمر في تلك الصناديق يعمد أولًا إلى سجلات الأداء السابق ثم إلى سمعة المدير ثم إلى مدى المخاطرة التي يتحملها الصندوق، بينما لا يلتفت مطلقًا إلى نفقات الصندوق إلا في نهاية الأمر، هذا إن حدث أن انتبه لذلك 198 .

198 نحيلك هنا لمقال "نويل كابون" و "جافان فيتزسيمونز" و "روس آلان برنس" " An Individual Level Analysis of The Mutual fund Investment Decision "، والمنشور في *Journal of Financial Services Research* 1996 طبعة، المجلد العاشر، الصفحات 59- 82، ومنشور " Understanding shareholder's use of Information and advisers من منشورات إنفستمنت كامبني إنستيتيوت ربيع عام 1997 على موقع www.ici.org/pdf/rpt-undstnd-share.pdf " صفحة 21، ودراسة "جوردون ألكسندر " و جوناثان جونز " و"بيتر نيجرو " " Mutual fund shareholders: characteristics، investor knowledge، and sources of information " وقد جرى تقديم هذه الدراسة في ديسمبر 1997 على موقع www.OCC.treas.gov/ftp/workpaper/wp97-13.pdf.

أما المستثمر الذكي، فلا يختلف عن أولئك فيما يبحث عنه، وإنما يبدأ بما انتهوا هم به.

وحـيث إن نفقات الصـندوق من السهل التنبؤ بها عن التنبؤ بالمخاطر أو العوائد المستقبلية، فعليك أن تجعل منهما أول معايير التنقيح التي تعتمد عليها. فليس ثمة سبب مقنع لسداد نفقات تشغيلية سنوية تزيد على تلك التالية، بالطبع بحسب فئة الصندوق:

- • سندات البلدية والسندات الخاضعة للضريبة 0.75 %
- • الأسهم الأمريكية (أسهم الشركات كبيرة ومتوسطة الحجم) 1.0 %
- • السندات ذات العائد المرتفع 1.0 %
- • أسهم أمريكية (لشركات صغيرة الحجم) 1.25 %
- • أسهم أجنبية 1.50 % [199]

-

199 بوسع المستثمرين البحث بسهولة عن الصناديق التـي لا تتجـاوز مسـتويات التكـاليف القياسية، وذلك باســـتخدام أدوات البحـــث علـــى مــوقع www . morningstar . com وكذلك http :// money . cnn . com

ثانيًا، قم بتقييم المخاطرة. ينبغي على كل صندوق أن يوضح فيما يصدره من نشرات صورة لأسوأ الخسائر التي قد يتعرض لها خلال فترة ربع سنوية. فإن لم تكن قادرًا على احتمال خسارة ما في فترة صغيرة كهذه فغادر. كما يجدر بك معرفة تصنيف هيئة مورنينج ستار

لهذا الصندوق. وهي هيئة رائدة في مجال البحوث الاستثمارية وتصنيف صناديق الاستثمار؛ حيث تصنيفها (بعدد من النجوم)، بناء على مقدار المخاطرة التي خاضتها لقاء جني عوائدها (ترمز النجمة المفردة لأسوأ تقييم، أما النجوم الخمس فلأفضل تقييم). لكن هذه النجوم مثلها في ذلك مثل سجلات الأداء السابق إنما تعطي تقديرات على أداء سالف؛ إذ تخبرك بأي الصناديق كان أفضل من أقرانه، ولا تخبرك أي الصناديق سيتفوق عليها مستقبلًا. وفي حقيقة الأمر فإن الصناديق الخمس نجوم عادة ما يتدهور مستوى أدائها فيما بعد عن الصناديق التي نالت نجمة واحدة؛ ولذلك نوصيك بالبحث عن صندوق منخفض التكلفة، يمثل مديروه أكبر المستثمرين فيه، ولديهم الجرأة لأن يكونوا غير تقليديين ولا يتحكم فيهم الخوف من فقدان العوائد، وأظهروا زهدًا في الحصول على الأموال الإضافية قبل أن تصل شركتهم إلى مصاف العمالقة. وبعد ذلك، وليس قبل ذلك أبدًا، انظر لتقييم مورنينج ستار [200] .

[200] ارجع لماثيو موراي " Rating the Raters : An Investigation of Mutual Fund Rating Services " والذي نشر في مجلة *Journal of Investment Consulting* المجلد الخامس الجزء الثاني، عدد نوفمبر/ ديسمبر 2002. وفيما تعد نجوم التصنيف التي تستخدمها مؤشرًا واهنًا على الأداء المستقبلي، تعد هيئة مورنينج ستار أفضل مصدر للمعلومات الخاصة بالصناديق ينهل منه المستثمر الفرد.

وأخيرًا تحقق من الأداء الماضي، ولتتذكر أنه أداة واهنة للتنبؤ بالمستقبل. فكما رأيت بعينك، يصبح رابحو الأمس خاسري الغد ولكن يظل الباحثون على يقين من شيء واحد، وهو أن خاسري اليوم لن يتحولوا أبدًا إلى رابحي الغد. فتجنب الصناديق التي ظلت تحقق عائدات متدنية في الماضي خاصة إذا تجاوزت نفقاتها المتوسط السنوي السائد.

العالم الضيق لصناديق رأس المال المغلق

أخذت أسهم هذه الصناديق في التراجع رغم الرواج الذي حققته في الثمانينيات. واليوم لم يعد هناك سوى 30 فقط من صناديق التنويع الأهلية أغلبيتها من الصناديق صغيرة الحجم، ولا تتجاوز معاملاتها السهمية بضع مئات كل يوم، مع ارتفاع تكاليفها وغرابة أساليبها (مثل مورجان فنشيرز، والتي تخصصت في أسهم صناعات ما يطلق عليه "تشكيل العادات" كالمشروبات والملاهي الليلية والسجائر). وتؤكد الدراسة التي أجراها الخبير "دونالد كاسيدي"، المختص في دراسات صناديق رأس المال المغلق من مؤسسة ليبر، ملاحظات "جراهام" سالفة الذكر التي أشار فيها إلى قوله: "إن صناديق أسهم رأس المال المغلق المنوعة التي يتم تداولها بخصم لن تتفوق على تلك التي تحتسب زيادة على أصولها وحسب، بل ستتخطى أيضًا في عوائدها تلك التي تحققها صناديق رأس المال المفتوح. لكن المحزن هو عدم توافر أسهم صناديق رأس المال المغلق المنوعة بخصم، في سوق غامضة الملامح آخذة في التقلص" (201).

201 لا يطرح صندوق رأس المال المغلق أسهمًا جديدة طروحًا مباشرة لمن يرغب في حيازتها مثل الصناديق المشتركة. بل يتوجب على المستثمر أن يحصل على تلك الأسهم بابتياعها من حملة الأسهم الحاليين الراغبين في التخلص منها؛ ولهذا يتقلب سعر الأسهم فوق قيمة صافي أصول الصندوق وما دونها طبقًا لقانون العرض والطلب.

ومع ذلك هناك مئات من صناديق رأس المال المغلق التي تتعامل في السندات خاصة في ظل وجود خيارات جيدة للغاية فيما يتعلق بسندات البلدية؛ إذ عندما تجري هذه الصناديق معاملاتها بخصم، تتضخم عوائدها وتصبح جذابة طالما تدنت نفقاتها السنوية عن المستوى الذي أوردناه بعاليه 202 .

202 لمزيد من المعلومات، ادخل على موقع www.morningstar.com وموقع www.etfconnect.com .

إن السلالة الجديدة من الصناديق القائمة على المؤشرات التي يتم تداول أسهمها في البورصة تستحق الاهتمام والدراسة؛ إذ تمثل تلك الصناديق متدنية التكلفة، أحيانًا، سبيل المستثمر الأوحد للنفاذ إلى قطاع صعب كالشركات المتمركزة في بلجيكا أو أسهم صناعة أشباه الموصلات. هذا بينما تتيح الصناديق الأخرى من الفئة نفسها خيارات سوقية أوسع. وفي جميع الأحوال، لن تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يأملون في جني المال بانتظام؛ إذ إن أغلب السماسرة سيتقاضون

عمولات منفصلة على كل استثمار تقوم به 203 .

203 على النقيض من الصناديق المشتركة المرتبطة بمؤشر فإن صناديق الاستثمار التي يتم تداول أسهمها في البورصة تحصل عنها عمولات أسهم قياسية عند بيعها وشرائها، وتتحدد هذه العمولات في الأغلب على كل مشتريات إضافية أو توزيعات يعاد استثمارها. وستجد معلومات متاحة عن هذا على الموقع www.streettracks.com وموقع www.ishares.com وموقع www.amex.com وموقع www.indexfunds.com .

حدد متى تخرج من اللعبة

كيف لك، بعد حيازتك أسهم صندوق ما، أن تحدد موعد بيعها المناسب؟ النصيحة المتبعة هي التخلص من الصندوق عندما يتدنى أداؤه عن مستوى أداء السوق (ويتدنى مستوى أدائه عن محافظ استثمارية مماثلة)، ولكن هل ستفعل ذلك بعد سنة؟ أم سنتين؟ أم ثلاث سنوات متتالية؟ لذا نرى تلك النصيحة لا معنى لها؛ فلقد تدنى أداء صندوق سيكويا منذ تأسيسه في عام 1970 وحتى عام 1999 عن مؤشر إس آند بي تسع مرات خلال هذه الأعوام التسعة والعشرين، أو قل بنسبة تتجاوز 41 % من عمرها بالسوق. لكنك إن نظرت إلى الإجمالي، فستجد هذه الشركة قد ربحت ما نسبته 12500 % من استثماراتها في تلك الفترة، في مقابل 4900 % فقط لهذا المؤشر 204 .

204 راجع تقرير الشركة الصادر في 30 يونيو 1999.

والمعـروض علـى حملـة الأسـهم علـى المـوقع التـالي:
www.sequoiafund.com/reports/Quarterly/
SemiAnn99.htm . وقد أوصدت الشركة الأبواب في وجه المستثمرين الجدد منذ عام 1982، وهو ما دعم أداءها المتفوق.

إن أداء أغلـب صـناديق الاسـتثمار يتـذبذب ببسـاطة بتذبذب الطلب على الأسهم الممتازة التي بحوزتها من آن لآخر. فإن استقدمت مديرًا ليدير الاستثمارات في الصندوق بأسلوب معين، فَلِمَ تقدم على طرده لقيامه بما وعد به؟ فأنت عندما تقدم على بيع أسهمك عندما يفقد نوع الاستثمار الذي اخترته شعبيته ورواجه، فإنك هكذا لا تحكم على نفسك بالخسارة فقط، بل وتحرم نفسك قسرًا من كل صور التعويض اللاحقة. وها هي إحدى الدراسـات التـي تبـين كـيف تسـبب المسـتثمرون فـي صناديق الاستثمار المشتركة، في تدهور أداء صناديقهم بـ 4.7 نقطة سنويًّا طوال الفترة من 1998 وحتى 2001، لا لشـيء سـوى بيع أسـهمهم بـأثمان بخسـة بعـد أن ابتاعوها بأثمان باهظة 205 .

205 انظر "جاسون زفايج" " What Fund Investors Really Need to Know " والمنشور بمجلة *Money* عدد يونيو 2002، الصفحات 110-115.

فمتى يتوجب عليك البيع إذن؟ والجواب يأتيك على شكل مجموعة من الإشارات التحذيرية:

- • عند حدوث تغير حاد وغير متوقع في إستراتيجية

الاستثمار. كما حدث أن تكالبت صناديق الاستثمار على أسهم شركات التقنية في عام 1999، أو حين تدافعت صناديق القيمة المتزايدة لشراء مئات من أسهم شركات التأمين في عام 2002.

- • **عند تفاقم النفقات**. وهو ما قد يرمز لتقديم مديري الصندوق مصلحة محافظهم الاستثمارية على حافظتك.
- • عند فرض ضرائب ضخمة ومتتابعة بسبب التداول الزائد على الحد.
- • **عند حدوث نتائج فجائية خاطئة**، سواء على شكل تكبد أحد الصناديق المحافظة خسارة فادحة (أو حتى تحقيقه أرباحًا جمة).

لِمَ نعشق التفاؤل؟

يغمرنا الاعتقاد بقدرتنا على انتقاء أفضل الصناديق بالأرباح؛ إذ يمنحنا ذلك إحساسًا مبهجًا بأننا متحكمون في استثمارنا. وهذا الشعور "بالهيمنة" على الأمور يعد جزءًا من الطبيعة الإنسانية ويسميه علماء النفس بالثقة المفرطة بالنفس. وإليك فيما يلي صورًا لهذه الثقة المفرطة:

- • في عام 1999، طرحت مجلة Money سؤالًا على خمسمائة فرد، عما إن كانت عوائد محافظهم الاستثمارية قد فاقت عوائد السوق أم لا. كان جواب واحد من كل أربعة هو نعم. وعندما طلب منهم تحديد عوائدهم، وجدوا أن النتائج التي حققها 80 % من هؤلاء كانت أدنى من معدلات السوق (ولم يكن عند 4 % أية فكرة عن الكيفية التي تكونت بها محافظهم الاستثمارية من الأساس، لكنهم كانوا واثقين بأنها تفوقت على السوق في أدائها والسلام).
- • طلبت دراسة سويدية من السائقين الذين تعرضوا لحوادث سيارات سيئة، أن يصنفوا مهاراتهم القيادية. فأصر هؤلاء الأشخاص بمن فيهم بعض رجال الشرطة أنهم مسئولون عن الحادث، وآخرون قد أصيبوا بجروح خطيرة وشاركوا في الدراسة من فوق أسرتهم في المستشفيات، على أن مهاراتهم أعلى من المتوسط.
- •وفي استفتاء أجرته كل من قناة السي إن إن ومجلة *Times* أواخر عام 2000 سئل أكثر من 1000 شخص ممن تتوقع مشاركتهم في الانتخابات عما إذا كانوا يعتقدون أنهم ضمن شريحة الـ 1% ذات الدخل الأعلى أم لا. فأكد 19 % منهم أنهم من أثرى أثرياء أمريكا.
- • في أواخر عام 1997، وجد استبيان للرأي شمل 750 مستثمرًا، أن 74 % منهم يعتقد "بتخطي أداء حيازة صناديق الاستثمار مؤشر إس آند بي 500 كل عام باستمرار" رغم أن أغلب تلك الصناديق تفشل في التفوق على أداء هذا المؤشر في الأجل الطويل، بل ويفشل العديد منها في تحقيق ذلك ولو لمرة واحدة 1.

وفيما يبدو هذا النوع من التفاؤل علامة طبيعية على الصحة النفسية للمستثمر، لا يبدو سياسة جيدة للاستثمار: فمن المنطقي أن نؤمن بقدرتك على التنبؤ بشيء ما إن كان بالفعل يمكن التنبؤ به. ولكن إن لم تكن واقعيًّا بما يكفي، فسينتهي بك الأمر إلى فقدان الثقة بالنفس.

1 انظر مقال "جاسون زفايج"?Did you Beat The Market" مجلة *Money* عدد يناير 2000 الصفحات 55- 58. كذلك استفتاء سي إن إن وتايم رقم 15 والذي أجري في 25-26 أكتوبر 2000 السؤال 29.

وكما يعتقد مستشار الاستثمار "تشارلز إليس": "إذا لم

تكن تستطيع الاستمرار في الزواج لم يكن حريًّا بك الزواج من البداية " 206 . ولا يختلف الاستثمار في صناديق الاستثمار عن ذلك. فإذا لم تكن مستعدًّا للاستمرار في صندوق استثمار لثلاث سنوات على الأقل، فما كان عليك ابتياع أسهمه من البداية؛ فالصبر هو كلمة السر للمستثمر في صناديق الاستثمار.

206 راجع المقابلة التي أجريت مع "إليس" في مقالة "جاسون زفايج" " Wall Street 's Wisest man "، مجلة *Money* في يونيو 2001، الصفحات 49 - 52.

الفصل 10

المستثمر ومستشاروه

من بين سائر المعاملات المالية، يتفرد الاستثمار في الأوراق المالية بأنه يجري غالبًا على ضوء نصيحة الآخرين؛ فأغلب المستثمرين هواة يشعرون بإمكان تحقيق الربح من خلال الاسترشاد بالمحترفين في انتقاء أوراقهم المالية ولكن هناك خصائص معينة متأصلة في مفهوم الاستشارة الاستثمارية.

فإن كان السبب وراء الاستثمار هو جني المال، فمعنى طلب المشورة هنا هو طلب معرفة كيفية جني هذا المال وتلك فكرة ساذجة؛ فقد يطلب رجال الأعمال المشورة في شئون أعمالهم، لكنهم لن ينتظروا من يخبرهم بكيفية جني المال؛ فهذا عملهم هم. أما إن اتكلوا هم أو غيرهم ممن كانوا خارج دائرة رجال الأعمال على من يستثمر نيابة عنهم ليحقق لهم الأرباح ؛ فهم عندئذٍ يطلبون المستحيل.

فلو افترضنا أن هناك مستويات عادية أو قياسية من الدخل المتحقق من عملية الاستثمار في الأوراق المالية، فهاهنا يمكن أن يكون للمستشار دور؛ حيث يوظف هذا المستشار خبرته ومعرفته الفائقتين لكي يعصم عملاءه من الزلل وفي التيقن من تحقيقهم النتائج التي يسعون للوصول إليها من وراء استثماراتهم. أما عندما يطلب المستثمر تحقيق عائد فوق العادة أو عندما يتعهد المستشار بالقيام بما يفوق قدراته من أجل خدمة

المستثمر، عندئذٍ تثار التساؤلات حول ما إذا كان المطلوب قدر المستطاع أم لا وما إذا كانت الوعود التي تم قطعها يمكن الوفاء بها أم لا؟

تتنوع مصادر المشورة في مجال الاستثمار، منها: 1) أقرباء المرء وأصدقاؤه ممن يفترض فيهم العلم بالأوراق المالية، 2) أحد المصرفيين (التجاريين)، 3) أحد مكاتب السمسرة أو أحد بيوت الاستثمار المصرفي، 4) خدمة مالية أو إحدى المطبوعات الدورية، 5) المستشارون الماليون 207 . إن مثل هذا الخليط المتنوع يشير إلى عدم بلورة أي أسلوب منطقي أو منظم حيال هذا الأمر داخل عقول المستثمرين حتى الآن.

207 " لا تزال القائمة الخاصة بالاستشارات الاستثمارية متنوعة تمامًا كما كانت يوم كتب "جراهام" هذا الكتاب. وقد أجرت مؤسسة سيكيوريتي إندستري أسوسياشن - مجموعة تداول في وول ستريت في عام 2002 استبيانًا وجدت فيه أن 17 % من المستثمرين يعولون بشدة على الاستشارة الاستثمارية التي يتلقونها إما من زوج أو من صديق، و2% منهم على المصرفيين، و 16% على السماسرة، و10% على الدوريات المالية، و24 % على المخططين الماليين. أما الاختلاف الوحيد بين نتائج الاستبيان في يومنا هذا وفي أيام "جراهام"، فهو أن 8 % من المستثمرين اليوم، يعولون بشدة على الإنترنت، ويعول 3 % على القنوات المالية المتلفزة (انظر www.sia.com).

مما لا شك فيه أن هناك اعتبارات معينة تقتضيها الفطرة السليمة تتعلق بمعيار النتائج العادية والقياسية المذكورة أعلاه. وتتمثل فرضيتنا الأساسية في هذا فيما يلي: إذا كان المستثمر سيعول كليًّا على نصائح الآخرين في إدارته لاستثماراته، فعليه إذن إما أن يقصر نفسه ومستشاريه على صور متحفظة تقليدية، بل وواقعية، من الاستثمار، أو ينبغي عليه أن يكون على صلة وثيقة ودراية تامة بالشخص الذي سيتولى استثمار أمواله في قنوات أخرى. فإذا كانت هناك علاقة تجارية أو مهنية قائمة بين المستثمر ومستشاريه عندئذ يمكنه تلقي اقتراحات غير تقليدية إلى حد ما ولكن بالقدر الذي تسمح به معرفته وخبرته التي تؤهله لإصدار أحكامه الشخصية المستقلة بناءً على نصائح الآخرين وتوصياتهم؛ حيث يخرج عندئذٍ من فئة المستثمر المتحفظ أو غير الجريء إلى مرحلة المستثمر المغامر أو الجريء.

الاستشارات الاستثمارية، وخدمات الائتمان المصرفية

إن الجهات الاستشارية المحترفة الحقيقية أي شركات الاستشارات الاستثمارية التي لها مكانتها والتي تفرض رسومًا سنوية على خدماتها متواضعة فيما تعد به وتطمح إليه من نتائج؛ حيث تضع استثمارات عملائها أغلب الوقت في الأوراق المالية ذات الفائدة القياسية التي تدر توزيعات، ويعتمدون على خبرتهم الاستثمارية العادية فيما يحققونه من نتائج إجمالية. وفي الحالات

التقليدية فإنه من المشكوك فيه ما إذا كان يتم استثمار أكثر من 10 % من إجمالي الأموال في أوراق مالية بخلاف تلك الخاصة بالشركات الرائدة إضافة إلى السندات الحكومية (سندات الولاية وسندات البلدية)، أو حتى بذل جهد حقيقي لاستغلال التقلبات السوقية.

إن شركات الاستشارات الاستثمارية لا تكيل المديح والثناء لنفسها، وإنما تفخر بتوخيها الحذر والحيطة واتباعها للنهج المحافظ وتميزها بالكفاءة. ويتمثل هدفهم الأساسي في الحفاظ على القيمة الأساسية لاستثمارات عملائهم على مدى السنوات، إضافة لتحقيق معدل مقبول من الدخل الزائد على تلك القيمة. وأي أرباح تتجاوز ذلك - علمًا بأنهم يبذلون قصارى جهدهم للوصول إلى تلك الغاية - إنما يعتبرونها خدمات إضافية قدموها لعملائهم. وربما تتمثل قيمتهم الجوهرية في عصمتهم لعملائهم من الزلل وارتكاب أخطاء فادحة. إنهم يقدمون الخدمة التي يتوقعها منهم المستثمر المتحفظ.

وينطبق ما قلناه على شركات الاستشارات الاستثمارية المحترفة التي تحظى بالاحترام على الخدمات الاستشارية والائتمانية التي تقدمها المصارف الكبرى بصفة عامة 208 .

208 لم تتغير صفة شركات الاستشارات الاستثمارية والمصارف الائتمانية، لكنهما لا يتيحان اليوم خدماتهما للمستثمرين الذين تقل قيمة أصولهم المالية عن مليون دولار، بل في بعض الحالات يجب ألا تقل الأصول عن

خمسة ملايين دولار أو أكثر. وتقوم اليوم آلاف من جهات التخطيط المالي المستقلة بوظائف مماثلة، على الرغم من أن صناديق الاستثمار المشتركة (على حد قول المحلل "روبرت فيريس") قد حلت محل أسهم الشركات الممتازة كأحد خيارات الاستثمار، بينما حل التنوع محل" الجودة" كمقياس للأمان.

الخدمات المالية

يطلق هذا الاسم على المؤسسات التي ترسل نشرات موحدة (تأخذ في بعض الأحيان صورة البرقيات) للمشتركين في خدماتها. أما المادة التي تحتوي عليها تلك النشرات فقد تتضمن حالة النشاط الاستثماري والتوقعات الخاصة به، كما تتضمن تقارير عن الحالة الراهنة والمتوقعة لأسواق الأوراق المالية، وكذلك معلومات ونصائح تخص أوراقًا مالية بعينها. ويوجد بداخل هذه الشركات في أغلب الأحيان "أقسام للاستعلام" تجيب عن الأسئلة الخاصة بأفراد المشتركين في خدماتها. وتقل كلفة هذه الخدمات بكثير عن تكلفة مستشاري الاستثمار لقاء ما يقدمونه من خدمات لعملائهم. وتُجري بعض المؤسسات وخاصة مؤسستي بابسون وستاندرد آند بورز معاملات مستقلة تتمثل في الخدمات المالية والاستشارات الاستثمارية. (ومن قبيل المصادفة أن مؤسسات أخرى كمؤسسة سكادر ومؤسسة ستيفنسون آند كلارك تؤدي خدمات الاستشارات الاستثمارية، وفي الوقت نفسه تقوم بدور واحد أو أكثر من صناديق الاستثمار).

إن مؤسسات الخدمات المالية بصفة عامة تستهدف قطاعًا مختلفًا من العامة عمن تستهدفهم شركات الاستشارات الاستثمارية؛ فعملاء هذا النوع الأخير من الشركات يرغبون عادة في التخلص من الإزعاج وعناء اتخاذ القرارات. أما الخدمات المالية فتمد أولئك الذين يسيرون أمورهم المالية بأنفسهم، أو يقدمون هم أنفسهم النصيحة لغيرهم، بالمعلومات والإرشاد. وهكذا تقصر مؤسسات الخدمات المالية هذه كلية أو في الأغلب الأعم خدماتها على التنبؤ بتقلبات السوق من خلال أساليب "فنية" شتى. ولهذا سوف نستبعد تلك الشركات، حيث إن نشاطها لا يخص "المستثمرين" بالمعنى المقصود في هذا الكتاب.

من ناحية أخرى، هناك بعض من أفضل الجهات، كمؤسسة مودي وإس آند بي للخدمات الاستثمارية، والتي تقوم بتجميع قدر هائل من البيانات الإحصائية التي تشكل أساسًا لجميع التحليلات المالية الجادة. ولهذه الجهات شرائح منوعة من العملاء، تختلف ما بين أشد المستثمرين تحفظًا وبين أكثر المضاربين مجازفة؛ لذلك تجد تلك الجهات صعوبة بالغة في الالتزام بفلسفة واضحة أو أساسية في صياغة آرائها وتوصياتها.

إن مؤسسات الخدمات العريقة من نوع مؤسسة مودي وغيرها من المؤسسات الأخرى تقدم شيئًا ذا قيمة لقطاع عريض من المستثمرين، ولكن ما ذلك الشيء؟ بادئ ذي بدء، تكرس هذه الجهة جهودها للأمور التي تهم الفئة الغالبة من المستثمرين والمضاربين النشطين العاديين؛ لهذا تمثل رؤاها لتلك الأمور إما نوعًا من

السطوة أو تتمتع على الأقل بمصداقية أكبر؛ مما لا يتوافر لغيرهم من المستثمرين الذين يفتقرون إلى مثل هذا العون.

لقد ظلت مؤسسات الخدمات المالية تقدم تنبؤاتها الخاصة بسوق الأسهم دون أن يأخذها أحد أنشطتها على محمل الجد. وتكون تلك المؤسسات محقة فيما تبديه من آراء أحيانًا ومخطئة في أحيان أخرى مثلها في ذلك مثل أية جهة أخرى عاملة في هذا المجال. كما تعمد لحماية ما تطرحه من آراء ما استطاعت إلى ذلك سبيلًا مخافة ثبوت مجافاة آرائها للحقيقة تمامًا. (وهناك طرق متطورة للغاية من الصياغة تجعل كلامها متفقًا ومجريات المستقبل أيًّا كانت). وفي رأينا وقد يكون ذلك بمثابة نوع من التحيز فإن هذا الجانب من عمل تلك المؤسسات ليست له أهمية فيما عدا ما تلقيه من ضوء على الطبيعة الإنسانية، وسلوكها في سوق المال. ومما لا شك فيه أن كل المهتمين بالأسهم العادية تقريبًا يود أن يخبرهم شخص ما بمستقبل السوق. وطالما وُجدت هذه الرغبة، فستوجد الجهات التي تلبيها.

إن تفسيرات هذه الجهات وتنبؤاتها تتمتع بقدر كبير من المصداقية؛ حيث تشكل قطعًا جزءًا من المعلومات الاقتصادية التي تنتشر بين بائعي الأوراق المالية ومشتريها، وتسعى لتوفير مستويات معقولة لأسعار الأسهم والسندات على اختلاف الظروف. ومما لا شك فيه أن المادة التي تنشرها مؤسسات الخدمات المالية تضيف لمخزون المعلومات المتوافر لدى العملاء، وتثري

قراراتهم الاستثمارية.

من العسير تقييم التوصيات التي تقدمها تلك الشركات بشأن ورقة مالية فردية؛ حيث يجب تقييم كل مؤسسة منها على حدة، كما ينبغي الحكم عليها بناء على دراسة شاملة مفصلة تغطي عدة سنوات. وانطلاقًا من خبرتنا الشخصية لاحظنا أن هناك اتجاهًا سائدًا بين تلك الشركات نعتقد أنه يؤدي إلى ضياع جهود تلك الشركات هباءً. ويتمثل هذا الموقف في رأيهم بأنه ينبغي بصفة عامة شراء السهم إذا كانت هناك احتمالات إيجابية تشير إلى إمكانية تحقيق النشاط لنتائج طيبة على المدى القريب وبيعه إذا كانت الاحتمالات سلبية بغض النظر عن السعر الحالي للسهم. بالطبع يحول مثل هذا الحكم السطحي دون قيام تلك الشركات بالتحليلات الصحيحة - التي بوسع العاملين بها أداؤها والمتمثلة في التيقن مما إذا كان سهم ما قد تم التقليل من سعره الحالي أو المبالغة في تقديره على ضوء قوة أرباحه المستقبلية طويلة الأجل المتوقعة.

أما المستثمر الذكي، فلن يعول على توصية هذه الشركات وحدها فيما يقوم به من عمليات بيع أو شراء. وما إن يتم توضيح هذه النقطة حتى يصبح دور تلك المؤسسات مقتصرًا على تقديم المعلومات والاقتراحات فحسب.

استشارات شركات السمسرة

ربما يكون مصدر جانب كبير من المعلومات والاستشارات التي يتلقاها مالكو الأسهم من العامة هو

شـركات السـمسرة. سـواء كـانت مـن الشـركات ذات العضـوية فـي بورصـة نيويورك للأسهم أو غيرها من البورصات، والتي تجري معاملات بيع وشراء الأسهم لقاء عمولة محددة. وتحتفظ شركات السمسرة التي تتعـامل مـع العامـة كلهم بقسم "إحصائي" أو تحليلي يتولـى مـهمة الـرد علـى تسـاؤلات النـاس وإمـدادهم بالمشـورة. إن جـانبًا كبـيرًا من التحليلات التي يكون بعـض منـها دقـيقًا ومكلفًا يقدم بلا مقابل للزبائن (أو بالأحرى للعملاء).

والفارق كبير بين كلمتي "زبون" و "عميل"؛ فالأنشطة التجارية لها زبائن أما الشخص المحترف أو المؤسسات فلها عملاء. ورغم أن مجتمع السمسرة في وول ستريت قد يمثل النشاط الأرفع أخلاقًا مقارنة بأي مجال عمل آخر ، فإنه لم يزل يتحسس سبيله إلى معايير وصور الاحتراف الحقة 209 .

209 " كان "جراهام" يعد بأية حال من الأحوال أشد المراقبين الذين عرفهم وول ستريت قسوة وأحدّ لسانًا. لكنه وفي هذه الحالة النادرة، لم يكن لاذعًا في رأيه بالقـدر المعتـاد؛ فقـد تكـون لـدى وول ستريت معايير أخلاقية أسمى وأرفع مقارنة ببعض الأنشطة الأخرى (حيث سرعان ما تتبادر للذهن عمليات التهريب، ولوبي الكونجـرس، وفسـاد الصـحافة). ومـع ذلـك يعـج عـالم الاسـتثمار بالكـذابين والغشـاشين واللصـوص والـذين قاموا بأعمال مشينة لا تحصى.

لقد كان ازدهار وول ستريت يعتمد فيما مضى على

المضـاربة، وكـان فـي حكـم المؤكـد أن المضـاربين فـي سوق الأسهم سوف يخسرون أموالهم. ومنطقيًا كان من المستحيل أن تمارس شركات السمسرة نشاطها بأسلوب احترافي يتسم بالدقة لأنه في هذه الحالة كان يتحتم على تلك الشركات تقليص حجم نشاطها وليس توسيع نطاقه.

ولقد كان جل ما ذهبت إليه بعض شركات السمسرة في هذا الصدد - وهذا ما كان متوقعًا منها - هو الامتناع عن إغواء الأفراد أو تشجيعهم على المضاربة. فقصرت تلك الشركات عملها على تنفيذ الطلبات التي تتلقاها مثل توفـير المعلومـات والتحليلات الماليـة، وطـرح الآراء الخاصة بالمزايا الاستثمارية للأوراق المالية فحسب. وهكذا من الناحية النظرية على أقل تقدير قد أخلُّوا بمسئوليتهم عن أي ربح أو خسارة يتعرض لها عملاؤهم المضاربون 210 .

210 لقـد لُقـن الآلاف ممـن ابتـاعوا الأسـهم فـي أواخـر التسعينيات مطمئني البال لنزاهة محللي وول ستريت ومشـورتهم القيمـة، درسًا مـؤلمًا يبـين لـهم كـم كـان "جراهام" صائبًا فيما قال.

ولا تزال أغلـب شـركات السـمسرة تتمسـك بالشعارات القديمة، وهي أن سبب وجودها هو جني العمولات وأن السبيل الوحيد لإحراز النجاح في العمل هو منح العملاء ما يريدون. وبما أن أغلب الرابحين من العملاء يبغون نصائح واقتراحات تتعلق بالمضاربة، أصبح فكر هذه الشـركات وأنشـطتها موجهًا نحـو عمليـات التـداول

اليوميـة التـي تشـهدها السـوق. فتراها تسـعى جاهدة وراء مساعدة عملائها على جني المال في مجال حكمت القوانين الرياضية على من يخوضه بالفشل في النهاية 211 . معنى ذلك أن أنشطتهم الخاصة بالمضاربة لن تعـود بالربح على عملائهم على المدى البعيـد. ونظرًا لتشـابه تعاملاتـهم إلـى حـد مـا بالاسـتثمار فإنـهم قـد يجنون بعض الأرباح الاستثمارية التي تعوض الخسائر التي تحققت من جراء المضاربة.

211 ممـا يثـير الاهتمـام، أن النقـد اللاذع الذي وجهه "جراهام" لشركات السمسرة التي تقدم إطارًا شاملًا من الخدمات، أصبح ينطبق في التسعينيات على سماسرة الخصم على الإنترنت؛ فقد أنفقت هذه الشركات ملايين الدولارات على الإعلانات المبهرة التي تحث عملاءها علـى القيـام بعمليات تـداول أكثـر وأسـرع. لكن انتهت الحال بهؤلاء العملاء بالقيام بإدارة شئونهم بأنفسهم بـدلًا مـن توكيـل آخـرين بـذلك لقـاء المـال، ولـم تكـن العمولات الضئيلة التي دفعت عزاء كافيًا للنتائج السيئة التـي تحققـت. وفـي الوقت ذاتـه، شرعت العديد من شركات السمسرة التقليدية في تعزيز أنشطتها الخاصة بـالتخطيط المـالي، وألحقـت بـها "إدارة الأصـول المتكاملة"؛ وذلك بدلًا من تعويض سماسرتهم فقط على أساس العمولات التي يُسِّرَ لهم الحصول عليها.

ويحصـل المسـتثمر علـى النصـائح والمعلومـات مـن شـركات السـمسرة فـي الأسـهم، مـن خـلال فئتين من الموظفين، تعرف أولاهما باسم "سماسرة العملاء" (أو "مديرو الحساب")، وثانيتهما تعرف بالمحللين الماليين.

كما يطلق أيضًا على الفئة الأولي السابق ذكرها "المندوبون المعتمدون أو المسجلون"، وهو اسم أكثر احترامًا عن الاسم الذي نعتوا به سابقًا وهو "خدمة العملاء". أما اليوم، فقد أصبح أفراد هذه الفئة يتمتعون بشخصيات جيدة ومعرفة عميقة بالأوراق المالية، وتحكمهم مدونة سلوك صارمة. إلا أنهم ورغم أن هدفهم هو في الأساس جني العمولات يشق عليهم التخلي عن عقلية المضارب. ولذلك ينبغي على من يبتاع الأوراق المالية ويرغب في تجنب تأثير إغراءات المضاربة، أن يتوخى الحذر ويكون واضحًا في تعاملاته مع سماسرة العملاء. وأن يظهر قولًا وفعلًا أنه ليس مهتمًّا البتة بأي شيء يشبه الحصول على أية "معلومة سرية مفيدة" عن سوق الأسهم. وفور إدراك سمسار العملاء بأن بين يديه مستثمرًا حقيقيًّا سوف يحترم وجهة نظره ويتعاون معه من هذا المنطلق.

أما المحلل المالي (الذي عرف فيما سبق بمحلل الأوراق المالية)، فهو شخص يتمتع باهتمام بالغ من المؤلف الذي مارس هذا العمل نفسه لأكثر من خمسة عقود أسهم خلالها بنقل معرفته إلى عدد لا يحصى من المحللين. ونحن نشير في هذا المقام إلى محلل الأوراق المالية الذي يعمل لدى شركات السمسرة. وهي وظيفة يتضح مغزاها من اسمها؛ فمن يمارس هذه الوظيفة ينصب عمله على دراسة الأوراق المالية الفردية، وعمل مقارنات دقيقة بين الإصدارات المختلفة في المجال نفسه ليكوِّن بعدها رأيًا خبيرًا فيما يتعلق بمدى أمان أو جاذبية أو القيمة الأساسية لشتى أنواع الأسهم والسندات.

والعجيب هنا أنه لا توجد أية شروط رسمية لكي يصبح المرء محللًا للأوراق المالية، هذا في الوقت الذي يتحتم فيه على سمسار العميل اجتياز اختبار خاص، واستيفاء المؤهلات الشخصية، وقبوله وتسجيله في بورصة نيويورك. من الناحية العملية، نال جميع المحللين الصغار تقريبًا قدرًا من التدريب في مجال الأعمال، فيما نال الكبار منهم ما يعادل تلك الدراسة من خبرة عملية. وفي معظم الحالات، يمكن الاعتماد على شركة السمسرة في تقييمها لمدى كفاءة وجدارة محلليها [212].

[212] يبقى ذلك حقيقيًا، على الرغم من أن الكثير من أفضل محللي وول ستريت يحملون لقب محلل مالي معتمد. ولا تمنح شهادة الاعتماد في التحليل المالي والتي تمنحها جمعية البحوث والإدارة الاستثمارية (كانت تعرف فيما مضى باتحاد المحللين الماليين) إلا بعد قضاء المرشح لنيلها سنوات من الدراسة العميقة، واجتياز سلسلة من الاختبارات الصعبة. ويبلغ عدد الحاصلين على تلك الشهادة ما يزيد على خمسين ألفًا من أقطار شتى. لكن المحزن كما بينه الاستبيان الذي أجراه العالم "ستانلي بلوك"، هو أن أغلبهم يتجاهلون تعاليم "جراهام"، التي تقضي بتقديم أهمية النمو المحتمل على كل من ضخامة حجم أرباح وحجم المخاطر وسياسة التوزيعات في تحديد نسبة السعر إلى الأرباح، فيما يتخذ أغلب هؤلاء المحللين قرارات الشراء بناء على الأسعار الحالية وليس على النظرة طويلة الأجل لأداء الشركة. وراجع بحث " ستانلي بلوك"

" A Study of Financial Analysts : Practice and Theory " والذي نشر في صحيفة " *Financial Analysts Journal* " عدد يوليو/أغسطس 1999، على الموقع التالي www.aimrpubs.org . ونكرر على أسماعك ما كان "جراهام" يقوله باستمرار، وهو أن أكثر الكتب التي قرأها الناس ثم تجاهلوها هي كتبه.

ولعميل شركات السمسرة أن يتعامل مباشرة مع محلل الأوراق المالية، أو قد تجري تلك المعاملة بصورة غير مباشرة من خلال سمسار العميل. وفي كلتا الحالتين، سينال العميل القدر الكافي من المعلومات والمشورة من هذا المحلل. ودعونا نؤكد شيئًا واحدًا هنا، وهو أن مقدار ما يشكله محلل الأوراق المالية للمستثمر من قيمة إنما يتوقف على اتجاه المستثمر في الأساس. فإن طرح هذا الأخير السؤال الملائم على المحلل، فعلى الأرجح أنه سوف يحصل على الإجابة المناسبة أو على الأقل إجابة قيمة. وإننا لعلى قناعة بأن المحلل الذي تعينه شركة السمسرة، يعاني قيودًا جمة من النظر إليه كمحلل للسوق أيضًا؛ إذ عندما يُطرح عليهم سؤال عما إذا كان أحد الأسهم العادية جيدًا، فإن هذا السؤال يعني ضمنيًا عما "إذا كان هذا السهم سوف تزيد قيمته خلال الأشهر القليلة القادمة أم لا؟" مما يجبر العديد منهم على القيام بهذا التحليل واضعين في اعتبارهم سعر السهم اليوم، وما هذا بالتفكير الصائب الذي يوصل لخلاصة يعول عليها أو يوثق بها 213 .

213 من غير المعتاد تمامًا اليوم أن يسمح محلل الأوراق المالية لحملة الأسهم العادية بالاتصال به

مباشرة. أما بالنسبة للأغلب الأعم، فلا يسمح إلا لجهات الاستثمار المؤسسية فقط بالوصول لعرش أي من المحللين الماليين في وول ستريت. وقد يحالف الحظ أحد أفراد المستثمرين يومًا، فيمكنه التحدث إلى أحد المحللين العاملين في إدارة إحدى شركات السمسرة "المحلية"، والتي يوجد مقرها الرئيسي خارج مدينة نيويورك هاتفيًا. ولسوف يحصل المستثمر من خلال مواقع شركات تداول الأوراق المالية الشهيرة على الإنترنت، على قائمة من المحللين المتتبعين للأسهم. وتيسر مواقع مثل www.zacks.com وكذلك موقع www.multex.com للمستثمر الوصول إلى تقارير الأبحاث التي يقوم بإعدادها أولئك المحللون، لكننا نذكر المستثمر الذكي بأن أغلب هؤلاء المحللين لا يقيمون الأنشطة ككل. بل يقصرون جهودهم على تخمين تحركات أسعار الأسهم في المستقبل.

في القسم الثاني من هذا الكتاب، سنتعرض لبعض المفاهيم الخاصة بتحليل الأوراق المالية، وبعض الإنجازات التي تمت في هذا الصدد. فبإمكان الكثير من هؤلاء المحللين أن يقدموا مساعدات قيمة للغاية للمستثمر الحقيقي الذي يرغب في أن يتيقن من حصوله على خدمة كاملة لقاء ماله، وربما أكثر من ذلك قليلًا. وكما هي الحال مع سمسار العميل، كل ما يحتاج إليه المحلل في البداية، هو الفهم الصحيح لاتجاه هذا المستثمر وأهدافه. فما إن يقتنع محلل الأوراق المالية بأنه يتعامل مع عميل يوجه جل عنايته واهتمامه بالقيمة لا السعر، حتى تكون هناك فرصة جيدة لأن

تكون لتوصياته فائدة عظيمة.

شهادة المحللين الماليين المعتمدين

جرى في عام 1963 اتخاذ خطوات مهمة، لمنح المحلل المالي وضعًا احترافيًّا وإلقاء المسئوليات على عاتقه. فيمنح لقب المحلل المالي المعتمد لأولئك الممارسين المتمرسين الذين اجتازوا الاختبارات المطلوبة واستوفوا سائر المتطلبات الأخرى ومن بينها تحليل الأوراق المالية وإدارة المحافظ الاستثمارية. وهكذا يصبح التشابه بين لقب المحلل المالي (CFA) ولقب المحاسب القانوني العام (CPA) الشهير جليًّا. وتلك المتطلبات والاختبارات الجديدة يفترض بها رفع مستوى معايير المحللين الماليين، وأن تضع في النهاية أساسًا احترافيًّا حقيقيًّا لما يقومون به 214 .

214 كان "بنيامين جراهام" أحد الذين حملوا عبء إصدار هذه الشهادة، وكرس لها عقدين من الزمان حتى أصبحت واقعًا ملموسًا.

التعامل مع شركات السمسرة

كان من أكثر التطورات المقلقة التي تزامنت مع إعدادنا لهذه الطبعة الموقف المالي الحرج أو بعبارة أوضح الإفلاس أو الاقتراب من الإفلاس لبضع من شركات السمسرة الحديثة في بورصة نيويورك، والتي اتسمت اثنتان منها على الأقل بضخامة الحجم 215 ، وتعد تلك هي السابقة الأولى من نوعها طوال نصف قرن من الزمن التي يحدث فيها أمر مماثل: مما أصابنا جميعًا

بالذعر، وذلك لعدة أسباب؛ فلقد سارت بورصة نيويورك لعدة عقود في اتجاه إحكام قبضتها على تعاملات الشركات الأعضاء فيها وأوضاعها المالية بما في ذلك فرض وجود حد أدنى لرأس المال، والقيام بعمليات مراجعة مفاجئة... إلخ. وفضلًا عن ذلك على مدار 37 عامًا كانت هناك رقابة على البورصات وعلى أعضائها من تلك الشركات، من جانب هيئة الأسواق والأوراق المالية. وأخيرًا كانت معاملات صناعة سمسرة الأسهم في حد ذاتها تتم في ظل ظروف مواتية تمثلت في زيادة حجم التداول، وثبات الحد الأدنى للعمولات (وإلغاء الرسوم التنافسية)، إضافة لوجود عدد محدود من تلك الشركات في هذا المجال.

215 ربما قصد "جراهام" بهاتين الشركتين شركة دو بونت وجلور وفورجان وشركائه وشركة جود باي وشركائه. أما الأولى (التي أسسها أباطرة صناعة الكيمياء) فقد نجت من فخ الإفلاس في عام 1970، بعد أن أقرضها رجل المال الشهير من ولاية تكساس "روس بيرو" ما يربو على خمسين مليون دولار، أما الشركة الثانية، والتي تعد خامس شركات السمسرة الكبرى في الولايات المتحدة، فقد أشرفت على الإفلاس في أواخر عام 1970 لولا أن اشتراها "ميريل لينش". كما شارفت شركة هايدن ستون وشركائه هي الأخرى على الخروج من السوق لولا أن وجدت من اشتراها. وفي عام1970 سقطت سبع من شركات السمسرة على الأقل في شرك الإفلاس ذلك العام. أما القصة الهزلية الخاصة بزيادة الحجم المفرط لشركات وول ستريت في أواخر

الستينيات، فقد تم تصوير تفاصيلها البارعة بقلم "جون بروكس" في كتابه: *The Go- Go Years* ، (منشورات جون ويلي آند صانز، نيويورك 1999).

ويعزى السبب الرئيسي وراء أولى المشكلات المالية التي واجهتها شركات السمسرة (وكانت في عام 1969) إلى زيادة حجم تعاملاتها ذاته؛ حيث نتج عن ذلك كما زعموا الإفراط في فرض الضرائب على أعمال تلك الشركات، وزيادة تكاليفها، مما تسبب بدوره في العديد من المشكلات المتعلقة بالتسويات المالية. ولابد من الإشارة إلى أن تلك كانت المرة الأولى في التاريخ التي تفلس فيها شركات مهمة لقيامها بتعاملات تفوق قدراتها. في عام 1970، وبعد أن تزايدت حالات إفلاس شركات السمسرة، كانت الذريعة هي "تقلص حجم الأعمال" وهي شكوى غريبة إذا ما علم أن حجم تداول مؤشر نيس في عام 1970 قد بلغ 2937 مليون سهم، وهو أضخم حجم تداول في تاريخه، ويمثل ضعف أكبر حجم تداول جرى في أية سنة سبقت عام 1965. فلقد بلغ متوسط حجم التداول خلال فترة انتعاش السوق التي استمرت خمسة عشر عامًا وانتهت بعام 1964، 712 مليون سهم "لا غير"، وهو ما يماثل ربع حجم التداول في عام 1970 وحده، بخلاف أن تلك الفترة كانت فترة الازدهار العظمى في تاريخ شركات السمسرة. فإذا كانت شركات السمسرة على ما بدا قد تجاوزت في تكاليفها ونفقاتها ما يفوق قدراتها على تحمل شيء ولو جزءًا بسيطًا من عملية تخفيض الحجم خلال فترة من العام، فإن ذلك يعطي انطباعًا

سيئًا عن براعتهم في إدارة شئون العمل أو عن تحفظهم المالي.

ولقد ظهر أخيرًا تفسير ثالث ظل في طي الكتمان لتلك الأزمات المالية. وإننا لنشك في أنه أكثر تلك التفسيرات منطقية وأهمية؛ حيث يبدو أن جانبًا كبيرًا من رأس مال بعض شركات السمسرة كان في صورة أسهم عادية يمتلكها شركاء من الأفراد. وقد دخلت تلك الشركات في عمليات مضاربة بالغة، وبقيم جرى تضخيمها. وعندما تدهورت السوق عام 1969، انهارت أسعار هذه الأوراق المالية بصورة مأساوية، وضاع معها قدر كبير من رأس مال هذه الشركات نفسها. وحقيقة الأمر، أن هؤلاء الشركاء كانوا يضاربون برأس المال الذي من المفترض أن يقي العملاء شر الأخطار المالية التقليدية التي يشهدها مجال السمسرة؛ وذلك لمضاعفة الأرباح. وهو أمر لا مبرر له ولن ننبس ببنت شفة في هذا الأمر.

على المستثمر أن ينتفع بذكائه ليس في صياغة سياساته المالية وحسب، بل فيما يرتبط بها من تفاصيل جانبية أيضًا ومنها اختيار سمسار مشهور لتنفيذ أوامر التداول الخاصة به. ويكفي القول بأنه يتحتم على قرائنا قصر تعاملاتهم على أعضاء بورصة نيويورك، ما لم تَحُلْ ظروف قسرية دون ذلك. ونود أن نضيف هنا، ونحن مترددون في ذلك، أنه ينبغي على العملاء غير الحائزين على حسابات هامشية وهم المستثمرون غير المحترفين في لغتنا أن يوكلوا مهمة تداول أوراقهم المالية إلى مصارفهم. فيمكنك عند إعطاء أمر الشراء لسمسارك، أن توجهه ليضع أسهمك المشتراة في

المصـرف الـذي يقـوم بصـرف قيمـة المشـتريات لـه، والعكس صحيح. ورغم أن تلك الخدمات سوف تجعل تكاليفك تزيد زيادة طفيفة فإنها زيادة مستحقة مقابل ما توفره لك من أمان وراحة بال. وللمستثمر أن يغفل هذه النصيحة بعد أن تنقضي الحاجة إليها، ويتيقن من أن شـركات السمسرة قد تخلصت من مشاكلها، ولكن ليس قبل ذلك 216 .

216 تجـري جمـيع معـاملات السـمسرة تقـريبًا الـيوم إلكترونيًّا، كما لم يعد يجري "تسليم" الأوراق المالية يدًا بيد. ويعزى ذلك للجهود التي قامت بها منظمة حماية المستثمرين في الأوراق المالية والتي تأسست في عام 1970. وبصـفة عامـة يثـق المسـتثمرون تمـام الثقـة بإمكانية استعادة استثماراتهم بقيمتها الأصلية كاملة ما بقيت شركة السمسرة التي يتعاملون معها بمنأى عن الإفـلاس. إن منظمـة حمايـة المسـتثمرين فـي الأوراق الماليــة عبــارة عـن اتحـاد سـماسرة يخضـع لإشـراف الحكومـة وافـق أعضاؤه جميعهم على وضع أصولهم كغطاء لتغطية خسائر عملاء أية شركة من شركاتهم تتعرض للإفلاس. إن الحماية التي توفرها تلك المنظمة تسد حاجة المستثمرين للسداد نقدًا، ولجأت بدلًا من ذلك إلى الوساطة المصرفية طبقًا لما نادى به "جراهام".

صيارفة الاستثمار

يشار بهذا المصطلح إلى الشركات التي تشارك بقدر ما في عمليات إصدار واكتتاب وبيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات (ويقصد بالاكتتاب هنا تأكيد

الشركة المصدرة للورقة المالية، أو غيرها من الجهات، إتمام بيع هذه الورقة) ويقوم عدد لا بأس به من شركات السمسرة بهذه المهمة. لكن بصفة عامة تم قصر هذا الأمر على المشاركة في مجموعات الاكتتاب التي تشكلها البنوك الاستثمارية الضخمة. ولدى شركات السمسرة ميل زائد إلى القيام بقدر من أنشطة التمويل المتمثلة في إصدار قدر قليل من الأوراق المالية الجديدة، والإشراف عليها خاصة عندما تأخذ صورة إصدارات محدودة من الأسهم العادية عند بلوغ السوق أقصى ارتفاع له.

يعد الاستثمار المصرفي أكثر أركان وول ستريت احترامًا؛ وذلك للدور البناء الذي يلعبه في عملية التمويل، والمتمثل في ضخ رءوس أموال جديدة لتوسيع نطاق هذه الصناعة. وحقيقةً، أغلبية التبريرات النظرية الداعية إلى الإبقاء على سوق الأسهم نشطًا (رغم كل ما يجري بها من تجاوزات في شكل مضاربة)، إنما تنبع من كون التداول المنظم للأوراق المالية ييسر بيع الإصدارات الجديدة منها. فإذا لم يتوقع المستثمرون أو المضاربون وجود سوق مستعدة لتداول الإصدارات الجديدة المعروضة عليهم فسيمتنعون عن الإقدام على شرائها.

أما العلاقة ما بين صيارفة الاستثمار والمستثمر، فتأخذ في الأساس صورة العلاقة ما بين مندوب البيع وبين المشتري المحتمل. لقد تمثلت الغالبية العظمى من الإصدارات الجديدة (المقدرة بالدولار) في السندات، وكانت الجهات المشترية لها في الأساس هي

المؤسسات المالية كالمصارف وشركات التأمين. وفي هذا النطاق، ظل التعامل ما بين مندوب بيع السندات وبين مشتر محنك خبير؛ لذلك كانت أية توصيات يطرحها هؤلاء الصيارفة على العملاء تتعرض لفحص دقيق ينظر صاحبه بعين الشك لما طرح عليه؛ لهذا كانت هذه المعاملات تتم بين طرفين يقفان على قدم المساواة من ناحية الخبرة التجارية.

لكننا نرى صورة أخرى لهذه العلاقة فيما بين المشتري الفرد للسندات وبين شركات الاستثمار المصرفي (أضف إلى ذلك سماسرة الأسهم القائمين بأنشطة الاكتتاب التي ذكرناها). فقلما يكون المشتري هنا حاذقًا أو خبيرًا. ولهذا يتأثر بسهولة بما يلقيه مندوب البيع على مسامعه خاصة فيما يتعلق بالأسهم العادية. خاصة أن الحافز الخفي لجهود هذا المندوب، هو التربح السريع في الأساس. وخلاصة ذلك، أن وقاية المستثمر العادي إنما هي في تدقيقه النظر فيما هو معروض عليه، وليس في أمانة شركات السمسرة ولا أخلاقياتها.

ولابد هنا من الثناء على أمانة شركات الاكتتاب وجدارتها لقيامها بدوري المستشار والبائع رغم تضاربهما. لكن ليس من الحكمة في شيء أن يسلم المشتري أمره هكذا للبائع. وهاك ما ذكرناه بهذا الصدد في طبعة عام 1959: "لقد تجلت النتائج السيئة لهذا التوجه غير المنطقي في مجال الاكتتاب، وبآثار لم تكن خافية على أحد فيما يخص بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية خلال فترات المضاربات النشطة".
وسرعان ما ظهرت جدوى هذا التحذير. فكما سبق أن

أشـرنا، شـهدت الفترتـان التـاليتان الأولـى 1960 - 61 والثانية 1968 - 69 تدفقًا غير مسبوق من الإصدارات متدنية الجودة، والتي بيعت للجمهور بأسعار شديدة الارتفــاع زاد مـن ارتفاعـها فــي كثـير مـن الأحيـان المضاربات الحثيثة وبعض عمليات التلاعب. وقد أسهم عدد من الشركات المهمة بـ وول ستريت إلى حد ما في حـدوث ذلـك مما يعكس حقيقة أن الجشع والحماقة وانعدام الشعور بالمسئولية، لم تغادر بعد خشبة مسرح المال.

سيهتم المستثمر الذكي بالمشورة والتوصيات الصادرة مـن جـهات الاستثمار المصرفي خاصة من تلك التـي يعرف أنها تتمتع بسمعة طيبة، لكنه في الوقت نفسه ينبغي عليه الحكم عليها بمنطقية واستقلالية، سواء من خلال ما يتمتع به من جدارة أو من خلال الاستعانة بمستشار ما 217 .

217 كان بوسع الذين وقعوا في شراك الطرح المبدئي لشركات الإنترنت في عامي 1999 و 2000 تفادي ما أصابهم بإنصاتهم لنصيحة "جراهام".

مستشارون آخرون

جرى العرف القديم في البلدان الصغيرة أن يقوم المرء باستشارة مصرفي محلي عن الاستثمارات. قد يفتقر هذا المصرفي للخبرة في تقييم الأوراق المالية، لكنه في كل الأحوال خبير ورزين فيما يذهب إليه من آراء. أما نفعه المتميز للمستثمر غير الخبير الذي عادة ما تسيطر عليه الإغراءات وتكاد تدفعه دفعًا نحو الانحراف عن

المسار السليم والخاص بعدم الانقياد لمحاولات الإغراء والتحلي بالأسلوب المتحفظ فيتمثل فيما يقدمه من آراء حصيفة وعاقلة تعيده إلى طريق الرشاد. إن المستثمر الذي يتسم بالجرأة والإقدام ويبحث عمن يرشده إلى انتقاء الأوراق المالية الرخيصة لن يجد ضالته المنشودة فيما يسديه إليه المصرفي التجاري من نصائح . 218 .

218 ولقد حل المحاسبون والمحامون والمخططون الماليون محل المصرفيين في لعب هذا الدور التقليدي.

إننا ننتقد بشدة العرف السائد، والمتمثل في طلب الاستشارة الاستثمارية من الأقارب والأصدقاء، إذ يتوافر لدى السائل دومًا سبب مقنع بأن لدى الشخص الذي يستشيره معرفة أو خبرة فائقتين. لكن خبرتنا تشير إلى أن هذا الاحتمال صعب المنال بقدر ما يكون احتمال انتقاء الورقة المالية الصحيحة بلا عون صعب المنال أيضًا، وما أكثر النصائح السيئة التي تحصل عليها مجانًا.

ملخص الفصل

إن المستثمرين الذين لديهم استعداد لدفع رسم مقابل إدارة محافظهم قد يختارون مكاتب استشارات استثمارية راسخة الأقدام وطيبة السمعة. أو قد يلجأون إلى الأقسام الاستثمارية الملحقة بكبرى شركات الائتمان، أو الخدمات الإشرافية التي تقدمها بعض شركات السمسرة في بورصة نيويورك في مقابل تقاضي رسم. وهكذا ستكون النتائج المتحققة متماشية

مع تلك التي يرتضيها المستثمر المتحفظ الواعي.

ونشير هنا إلى أن أغلب من يشتري السندات لا يسدد أي مقابل عما يحصل عليه من نصائح. يعزى ذلك في أغلب الأحيان لعدم توقع ما هو أكثر من المعتاد من الاستثمار فيها (فهي ليست مخولة لأكثر من هذا) ولذلك على من يبتاعها أن يكون حذرًا، سواء من سماسرة العميل أو مندوبي بيع السندات، الذين يعدون المشترين بدخل أو أرباح فائقة. وينطبق هذا على اختيار الأوراق المالية وعلى فن المتاجرة المراوغة (والمخادعة أحيانًا) داخل السوق.

لن يكون بوسع المستثمر المتحفظ (طبقًا لتعريفنا السابق) إصدار أحكام مستقلة على التوصيات التي يقدمها له مستشاروه. لكنه في المقابل سيكون دقيقًا وأحيانًا صبورًا لحد الملل في تحديد نوع السندات التي يرغب في حيازتها. فإن اتبع مشورتنا، فسيقتصر على السندات الممتازة وعلى الأسهم العادية التي تصدرها الشركات الرائدة، وأفضلها تلك الأسهم التي يمكن شراؤها بأسعار مقبولة؛ حيث إنها لا تعد مكلفة. وإنه بوسع أي محلل للأوراق المالية في أية شركة سمسرة تتعامل في الأسهم، أن يضع قائمة من مثل تلك الأسهم، ويؤكد للمستثمر ما إن كانت أسعارها ملائمة في ضوء خبرته السابقة أم لا.

أما المستثمر المقدام فسوف يتعاون مع مستشاريه تعاونًا وثيقًا؛ حيث سيرغب في معرفة وجهة نظرهم بالتفصيل مصرًّا في الوقت نفسه على إصدار حكمه

تعليقات على الفصل العاشر

إنني أشعر بالامتنان للخادمة التي عندما لاحظت دأب الفيلسوف "ثاليس" على إمعان النظر في قبة السماء وإبقاء عينيه معلقتين بها، وضعت في طريقه شيئًا ما تعثر به، لتحذره من أنه لا ينبغي له أن يدع أفكاره تهيم بين السحاب قبل أن يرى موطئ قدمه؛ فمما لا ريب فيه أنها علمته أن ينظر إلى نفسه أولًا قبل أن يحملق بناظريه إلى السماء.

ـ ميشيل دي مونتني

هل أنت بحاجة إلى العون؟

في غمرة مجد أواخر التسعينيات، اختار العديد من المستثمرين الاعتماد على أنفسهم. ومن خلال قيامهم بالبحث الذاتي والانتقاء دون عون، وكذلك إجراء عمليات التداول عبر الإنترنت، وفر هؤلاء على أنفسهم تكاليف أبحاث ومعاملات وول ستريت. ولكن لسوء الحظ، أقدم العديد من هؤلاء المعتمدين على أنفسهم على هذا الأمر بينما كانت السوق على مشارف أسوأ فترة هبوط لها منذ الكساد العظيم في الثلاثينيات؛ مما جعلهم ينقمون على أنفسهم من جراء هذا الاستقلال. لكنهم ليسوا مضطرين لذلك؛ فالآخرون الذين فوضوا السماسرة التقليديين في اتخاذ القرارات نيابة عنهم خسروا أموالهم هم أيضًا.

ولكن يشعر كثيرون من المستثمرين بالراحة عندما يستعينون بخبرة المستشارين الماليين المحنكين

وآرائهم. قد يحتاج بعض المستثمرين لرؤية محايدة تبصــرهم بالعائــد الــذي يجــدر بــهم تحقيقــه مــن استثماراتهم، أو تخبرهم بمقدار المال الإضافي الذي يتحتـم عليـهم توفيره ليحققوا أهدافهم الماليـة. هذا بينما يقتصر نفع البعض الآخر من ذلك على العثور على مـن يلقـون عليـه باللائمة عند الخسارة. فعند حدوث الخسارة، وبدلًا من جلدك لذاتك، يسعك انتقاد شخص آخر يستطيع الدفاع عن نفسه وتشجيعك في الوقت ذاتـه علـى إعـادة المحاولـة. فلعل فـي هذا من الدعم المعنوي ما تحتاج إليه لمعاودة الكرة، في الوقت الذي قـد تخـون الشـجاعة قرنـاءك ممـا يقعدهم عن تكرار المحاولة. ولكن بصفة عامة، ليس هناك سبب يمنعك من إدارتك لاستثماراتك بنفسك، كما أنه ليس ثمة ما يخجل في طلب عون الخبراء في ذلك 219 .

219 للاطـلاع علـى مناقشة دقيقة لتلك الموضوعات انظر مقال "ولتر آبدجريف" " Advice on Advice "بمجلة *Money* (55 - 53) ص 2003 عام.

ولكن هل يسعك التحقق مما إذا كنت في حاجة للعون حقًّا أم لا؟ إليك بعض ما يعينك على الإجابة:

الخسائر الفادحة. إذا فقدت محفظتك الاستثمارية أكثر من 40 % من قيمتها ما بين عامي 2000 و 2002 فقد تـدنى أداؤك عـن مستوى الأداء شديد السوء للسوق ذاتـها. ولـيس يهم مـا إذا كـان سبب تلك الخسـارة هو تكاسـلك أو تـهورك أو حتـى سـوء طـالعك؛ فبعد هذه الخسارة ليس يهم سوى حاجتك الماسة للعون.

النفسي فحسب، بل سيعينك على تحسين مستوى معيشتك تحسينًا جذريًا. والأكثر من هذا أن أي محترف كفء يستطيع ضمان انتفاعك من قوانين الضرائب المعقدة ولوائح التقاعد.

الثقة أولًا، والتحقق ثانيًا

تذكر أن محترفي الاحتيال يكسبون عيشهم من محاولة كسب ثقتك بهم بمعسول الكلام، والحيلولة دون التحقق من هويتهم؛ ولذلك قبل أن تضع مستقبلك في أيدي أحد الخبراء، عليك أن تلجأ ليس لمن ترتاح إليه فحسب، بل إلى من تكون أمانتهم فوق الشبهات، وكما اعتاد "رونالد ريجان" أن يقول: "عليك بالثقة، ثم يليها التحقق". فابدأ بالتفكير ببضعة أشخاص ممن تثق بهم عمن سواهم. واسألهم إن كانوا يستطيعون إرشادك لشخص يثقون به، ويتوقعون منه أن يفيدك حقًّا لقاء ما سيأخذه. إن اختيار شخص تثق به خير بداية لك 220 .

220 فإذا لم تزكِّ لك معارفك جهة ما، فبمقدورك أن تجد معلومات عن المخططين الماليين الذين يتقاضون مقابلًا على موقع www.napfa .org (أو موقع www.feeonly.org)، والمعروف عن أعضائه التزامهم بأرفع درجات معايير الخدمة والأمانة.

وفور تحديدك اسم الشخص الخبير واسم شركته، قم بالاستعلام عن تخصصه، أهو مجرد سمسار؟ أم هو مخطط مالي، أم هو محاسب؟ هل هو مندوب تأمين؟ ابدأ هنا ببذل الجهد. ابحث عن اسم الخبير واسم شركته من خلال محركات البحث كموقع "جوجل". ولتر

إذا كان سيسفر بحثك عن شيء (وتحرَّ عن كلمات مثل: "غرامة"، "شكوى"، "مقاضاة"، "وقف"، "إجراءات تأديبية"، إلخ). فإن كان مستشارك سمسارًا للأسهم أو مندوب تأمين، فاتصل بهيئة الأسواق والأوراق المالية في بلدك (وإليك موقعًا جيدًا لتتحقق منه www.nasaa.org) ؛ وذلك لتتأكد ما إذا كان قد اتخذ ضده أية إجراءات تأديبية أو رفعت ضده أية شكاوى من عملائه 221 . فإن لجأت لمحاسب يقوم بدور المستشار في الوقت ذاته، فسوف تجد في نقابة التجاريين (والتي يمكنك التوصل إليها من خلال الرابطة القومية للمحاسبين على موقع www.nasba.org) ما يخبرك بما إذا كان سجله مشرَّفًا أم لا.

221 لا تكفي شكوى واحدة من أحد العملاء لكي تستبعد أحد الخبراء ولكن نمط الشكاوى المتكرر يجب أن تأخذه في الحسبان. كما أن أية إجراءات تأديبية تتخذها ضده جهات كالولاية أو المراقبين الفيدراليين تنبئك بضرورة البحث عن مستشار آخر. هناك موقع آخر يمكنك من خلاله التحقق من سجل السمسار، وهو موقع : http://pdpi.nasdr.com/PDPI

ولابد أن يكون المخططون الماليون (بأسمائهم أو بأسماء مكاتبهم) مسجلين إما في هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية أو لدى مراقبي معاملات الأوراق المالية التابعين للولاية التي يعملون في نطاقها. وطبقًا لشروط عملية التسجيل، ينبغي على هذا الاستشاري إيداع نموذج بياني يطلق عليه نموذج

ولك أن تطالعه أو تقوم بتحميله من المواقع ، ADV التالية: www.advisorinfo.sec.gov ، www.iard. com أو موقع مراقب معاملات الأوراق المالية التابع لولايتك. وينبغي هنا التأكيد على ضرورة اهتمامك اهتمامًا خاصًّا بالصفحات الخاصة "بقيد عمليات كشف النقاب عن الإجراءات التأديبية"؛ حيث ينبغي على المستشار كشف النقاب عن أي إجراءات تأديبية يكون مراقب معاملات الأوراق المالية التابع لولايتك قد اتخذها ضده. (وحيث إن بعض المستشارين الذين ماتت ضمائرهم يقومون بمحو هذه الصفحات قبل تقديم نماذج ADV للعملاء المرتقبين، فعليك ببذل الجهد في الحصول على نسختك كاملة). وتعد فكرة التحقق من سجل المخطط المالي المحتمل على الموقع التالي: www.cfp-board.org فكرة طيبة؛ إذ ستعثر فيه على معلومات عن بعض المخططين الذين تعرضوا لإجراءات عقابية خارج الولاية الأم ووقعوا في أيدي المراقبين، ولمزيد من المعلومات عن توخي الدقة المطلوبة انظر المعلومات الآتية:

كلمات تحذير

إن الحاجة إلى مراعاة الدقة المطلوبة لن تتلاشى لمجرد لجوئك إلى أحد هؤلاء المستشارين. إذ تقترح "ميلاني سينيبرلوبس" مفوضة سوق الأوراق المالية عن ولاية ميريلاند استمرار توخي الحيطة والحذر تجاه الكلمات والجمل التي توحي بالخطر. فإن استمر مستشارك في تكرار هذه الكلمات أو في ليّ ذراعك لتقدم على شيء لا ترتاح إليه، "فالجأ للسلطات سريعًا" وإليك بعضًا من تلك الألفاظ التي عليك الانتباه لها:

"الشركات الخارجية"
"فرصة العمر"
"بنك أساسي"
"سيرتفع سعر هذا السهم"
"مضمون"
"عليك بالإسراع"
"شيء مضمون تمامًا"
"أمر محسوب بدقة"
"أصحاب الأموال الأذكياء يقومون بشراء هذا السهم"
"إستراتيجية الخيارات"
"الأمر لا يحتاج للتفكير"
"ليس بوسعك تفويت هذه الفرصة"
"ضربة معلم"
"ستندم إن لم تفعل"

"فرصة حصرية"
"عليك أن تركز على الأداء وليس على الرسوم المدفوعة"
"ألا ترغب في أن تصير ثريًّا؟"
"لا يمكن أن يؤدي للخسارة"
"سوف يكون الارتفاع عظيمًا"
"لن يحدث أي تدهور"
"أراهن على ذلك"
"تي بي"
"تبادل السلع"
"تسيال عوائد شهرية"
"إستراتيجية نشطة لتخصيص الأصول"
"يمكنك التحكم في الخسارة"
"ما من أحد غيرنا يعرف كيف يقوم بهذا"

اعرف ذاتك

سألت إحدى دوريات التخطيط المالي حديثًا العديد من المستشارين، عن كيفية تقييم المستثمر لهم عندما يطلب معونتهم 222 . عندما تقوم بالاستعانة بأحد المستشارين عليك أن تضع الأهداف الآتية نصب عينيك:

222 تكرم "روبرت فيريز "، محرر وناشر لدورية " *Inside Information newsletter* " بمشاركتنا هذا الجزء من كتابه، ويمكنك الحصول على المزيد من أسئلة القوائم من الموقعين التاليين : www.cfp- board.org و، www.napfa.org .

- • معرفة مدى اهتمامه بتقديم العون لعملائه، أو أن ما يعنيه القيام بوظيفته فحسب.
- • التحقق من فهمه لمبادئ الاستثمار الأساسية كما هي مبينة بهذه الدورية من عدمه.
- • تحديد ما إن كان يتمتع بالمعرفة والتدريب والخبرة الكافية لتقديم العون لك أم لا.

وإليك فيما يلي بعضًا من الأسئلة التي يوصيك المخططون الماليون المحنكون بطرحها:

لِمَ اتخذت هذا المجال عملًا لك؟ ما رسالة مؤسستك؟ وما الذي يوقظك كل صباح إضافة لجرس منبهك؟

ما فلسفتك في الاستثمار؟ هل تلجأ للأسهم أم صناديق

الاستثمار؟ هل تستخدم أسلوب التحليل الفني؟ هل تلجأ إلى استخدام أسلوب توقيت السوق؟ (إن الإجابة بـ "نعم" عن أي من السؤالين الآخرين، تعد علامة لك "لتمتنع" عن التعامل مع هذا الشخص).

هل تركز على إدارة الأصول وحدها، أم أنك تأخذ في اعتبارك الضرائب والعقارات وخطط التقاعد ووضع الموازنات وإدارة الديون والتأمين؟ كيف يؤهلك التعليم الذي تلقيته، وخبراتك، ومؤهلاتك لتقديم مثل هذه الاستشارات المالية؟ 223

223 إن مؤهلات مثل: شهادة المحلل المالي المعتمد وشهادة المحاسب القانوني المعتمد وشهادة المخطط المالي المعتمد هي التي تخبرك بأن هذا المستشار قد تلقى الدراسة المؤهلة لعمله، وأنه قد اجتاز الاختبارات الخاصة بها (ولا تعني المؤهلات التي يسوقها البعض من هؤلاء المستشارين مثل شهادة CFM أو CMFC) والأهم من هذا، هو أنه يمكنك من خلال اتصالك بالجهات التي تمنح تلك الشهادات، أن تتحقق من عدم تعرض السمسار لأية عقوبات تأديبية لانتهاكه للقواعد والأخلاقيات الخاصة بالمهنة من عدمها.

ما الحاجات المتشابهة عند عملائك؟ وكيف لك بمساعدتي على تحقيق أهدافي؟ كيف ستحسب التقدم الذي حققته حافظتي الاستثمارية؟ هل تقوم بإعداد قائمة يمكنني على ضوئها التحقق من إنجازات الخطط المالية التي اتبعناها؟

ما أساس اختيارك للاستثمارات؟ ما أسلوب الاستثمار

الأكثر نجاحًا في رأيك؟ وما برهان تحقيقه للنتائج المرجوة لعملائك؟ وكيف ستستجيب تجاه تدني الأداء الاستثماري لبند ما طوال عام كامل؟ (فيما يتعلق بهذه الأسئلة، لو أجابك المستشار بأن الحل هو في "البيع"، فليس جديرًا بتوظيفه).

هل تقبل أية صورة من صور التعويضات التي يمنحها طرف ثالث عند تزكية استثمار ما؟ لِمَ نعم ولِمَ لا؟ ومتى تقبل أو ترفض؟ وتحت أي ظروف؟ وكم تقدر مقابل خدمات في العام الأول؟ وما الذي يرفع من هذا المقابل أو يخفض منه في السنوات التالية؟ (فإن كانت تلك الرسوم ستستهلك أكثر من 1% من أصولك سنويًا، فعليك البحث عن مستشار آخر 224).

224 إذا قلَّ استثمارك عن 100000 دولار، فلن تجد مستشارًا ماليًا يديره لك. وفي مثل هذه الحالة، ابتع حافظة متنوعة من صناديق الاستثمار متدنية الكلفة المرتبطة بمؤشر، واتبع الإرشادات التي نسوقها لك في هذا الكتاب، وستنمو محفظتك الاستثمارية في النهاية للمستوى الذي يؤهلك لنيل خدمات المستشارين.

كم عدد عملائك؟ وما معدل تواصلك معهم؟ ما الإنجاز الأكبر الذي حققته لعميل عندك؟ وما الخصالَ المشتركة التي تجمع بين عملائك؟ ما أسوأ التجارب التي مررت بها مع عميل لك، وكيف تعاملت معها؟ هل يمكن أن يتحدث العميل معك مباشرة أو يلجأ للفريق المعاون لك؟ إلى متى تظل علاقة العمل قائمة بينك وبين عملائك؟

هل لي أن أرى عينة من كشوف حساباتك؟ (فإن لم تستوعب هذه الكشوفات، فاسأله شرح ما صعب عليك فهمه. فإن لم تستوعب شرحه، فمعنى ذلك أنه غير مناسب لك).

هل تعتبر نفسك ناجحًا من الناحية المالية؟ ولِمَ؟ وما تعريفك للنجاح المالي؟

ما معدل العائد السنوي المجدي على استثماراتي في رأيك؟ (كل ما يزيد على 8% أو 10 % غير واقعي).

هل ستعطيني بيانًا بالسيرة الذاتية؟ وبيانًا بشهادة وتزكية من ثلاث جهات على الأقل؟ (فإن كانت *ADV* ، هناك مقاضاة مرفوعة ضده، ولن يعطيك نسخة من شهادة *ADV* ، هنا قم وغادر، وتحسس حافظة نقودك وأنت تغادر).

هل سبق أن قُدمت أية شكوى رسمية ضدك؟ وما سبب مقاضاة آخر عميل لك؟

إلحاق الهزيمة بعدوك اللدود

وأخيرًا، ليبق ماثلًا في ذهنك أن المستشارين الماليين العظماء لا ينمون فوق الأشجار. وفي أغلب الأحيان، يكون لهؤلاء المستشارين عدد كبير من العملاء أكثر مما يفوق قدرتهم على إدارة استثماراتهم، وقد يرفضون قبولك إلا إذا كنت تتفق وشروطهم؛ ولذلك سيطرحون عليك بعض الأسئلة الصعبة في المقابل، والتي قد تتضمن ما يلي:

لِمَ تستشعر الحاجة لمستشار مالي؟

ما أهدافك على المدى الطويل؟

ما أكبر مصدر لشعورك بالإحباط في معاملاتك مع المستشارين الماليين الآخرين (بمن في ذلك أنت)؟

هل لديك ميزانية؟ وهل تعيش على حسب مواردك؟ ما مقدار ما تنفقه من أصولك سنويًّا؟

عندما تتطلع لعام مقبل من الآن، ما الإنجاز الذي ينبغي عليك تحقيقه لينال رضاك ويشعرك بالسعادة؟

كيف تقوم بتسوية صراعاتك وخلافاتك؟

كيف كان رد فعلك نحو حالة هبوط السوق التي بدأت منذ عام 2000؟

ما أسوأ مخاوفك المالية؟ وما أعظم آمالك في المقابل؟

ما معدل العائد المنطقي الذي تريده على استثماراتك؟ (أجب في ضوء ما تقرر في الفصل الثالث).

أما المستشار الذي لا يطرح أسئلة كهذه والذي لا يظهر اهتمامًا كافيًا بك ولا يستشعر أي أسئلة أخرى كنت تفضل أن تُطرح عليك، فليس بالشخص الملائم.

وأهم من ذلك كله، لابد أن تكون ثقتك بمستشارك كافية ليستطيع حمايتك من عدوك اللدود وهو نفسك. وفي هذا يقول المعلق "نيك موراي: "إنك لا توظف المستشار المالي لكي يدير مالك، وإنما ليديرك أنت شخصيًّا".

الفصل 11

تحليل الأوراق المالية للمستثمر العادي: أسلوب عام

يعد التحليل المالي في الوقت الحاضر مهنة قوية الدعائم ومزدهرة؛ إذ تضم جمعيات المحللين الماليين على اختلافها والتي تشكل في مجموعها الاتحاد الوطني الفيدرالي للمحللين الماليين ما يربو على ثلاثة عشر ألف عضو، يعتمد أكثرهم على هذا النشاط الذهني كمصدر للرزق. وللمحللين الماليين كتب منهجية ومدونة سلوك ودورية ربع سنوية. 225 وهم كذلك يعانون مشكلات لم يجدوا لها حلولًا حتى اليوم. وفي غضون السنوات الأخيرة تزايد الميل لإحلال "التحليل المالي" محل "تحليل الأوراق المالية" لما له من مغزى واسع فضفاض يعد أكثر ملاءمة في توصيف نشاط كبار محللي "وول ستريت". ولعله من المفيد أن نرى في تحليل الأوراق المالية نشاطًا مقتصرًا على اختبار الأسهم والسندات وتقييمها، في حين يشير التحليل المالي إلى جانب وضع سياسة استثمارية (انتقاء حافظة استثمارية) فضلًا عن مقدار عظيم من التحليل الاقتصادي العام. ولسوف نستخدم في هذا الفصل التوصيف الأول الأكثر ملاءمة للتطبيق العملي مع التركيز على عمل محلل الأوراق المالية.

225 لقد أضحى الاتحاد الوطني الفيدرالي للمحللين الماليين اليوم "جمعية بحوث وإدارة الاستثمارات"، وهي تنشر بحوثها التي كانت تصدر ربع سنوية بعنوان "

The Financial Analysts Journal " الآن كل شهرين.

يتعامل محلل الأوراق المالية مع ماضي أية ورقة مالية وحاضرها ومستقبلها. فيصف الشركة المصدرة للورقة المالية ويلخص نتائج أدائها ومركزها المالي، ثم يبين نقاط قوتها وضعفها وإمكاناتها والمخاطر المحدقة بها، ثم يضع تقديره لقدرتها على تحقيق الأرباح مستقبلًا في ظل مختلف الافتراضات، أو ربما في ظل أفضل "التخمينات". فتراه يعقد مقارنات تفصيلية بين شركات شتى، أو يعقد مقارنة بين مستويات أداء الشركة نفسها ولكن في فترات مختلفة. وأخيرًا يدلي برأيه فيما يتعلق بمستوى الأمان الذي يوفره الإصدار المالي أي ما إذا كان سندًا أو سهمًا ممتازًا يرقى لمستوى الاستثمار، أو مقدار جاذبيته الشرائية إن كان سهمًا عاديًّا.

ويعتمد محلل الورقة المالية في ذلك على عدد من الأساليب تتراوح ما بين أدنى درجات البساطة إلى أقصى درجات التعقيد. فقد يقوم بتعديلات جذرية على الأرقام المبينة في البيانات السنوية للشركة، حتى وإن حملت الموافقة النهائية الباتة للمحاسب العام المعتمد، باحثًا في تلك التقارير عن بعض العناصر التي تشي بأكثر مما تبديه في الحقيقة.

ويضع محلل الأوراق المالية معايير للأمان ويطبقها؛ حيث يمكنه من خلالها استخلاص ما إذا كان السهم الممتاز أو السند يصلح للشراء أو للاستثمار أم لا. وتتعلق هذه المعايير أساسًا بمتوسط الأرباح السابقة للشركة كما أنها تُعنى في الوقت نفسه بالهيكل

الرأسمالي للشركة، وبرأس مالها العامل، وبقيمة أصولها، وغير ذلك من البنود.

عند تعامله مع الأسهم العادية قلما كان محلل الأوراق المالية حتى وقت قريب يطبق معايير قيمة تتسم بنفس وضوح المعايير المستخدمة في قياس درجة أمان السندات والأسهم الممتازة؛ ففي كثير من الأحيان كان يقنع بملخص لأداء الشركة السابق، مضافًا إليه تنبؤ عام بالمستقبل، مع التركيز على الشهور الاثني عشر القادمة بصفة خاصة، ثم التوصل إلى نتيجة غير مؤكدة ناظرًا بإحدى عينيه على مؤشرات السهم والأخرى على الرسوم البيانية للسوق. ولكن خلال السنوات القليلة الماضية وجه المحللون الممارسون اهتمامًا بالغًا لمشكلة تقييم الأسهم متزايدة القيمة والتي بيع العديد منها بأسعار شديدة الارتفاع غير متوافقة مع أرباحها السابقة والحالية مما أشعر أولئك المحللين الذين أوصوا بشرائها، بالالتزام بتبرير توصياتهم هذه بحجة توقعهم تحقيق أرباح جيدة بعيدة المدى في المستقبل. ولقد تم التوصل إلى بعض الأساليب الرياضية المعقدة التي أيدت بحكم الظروف ما ذهبت إليه هذه التخمينات.

وسيتوجب علينا لاحقًا أن نتعامل مع هذه التقنيات في إيجاز واقتصار. ولكن ينبغي الإشارة إلى وجود تناقض يبعث على القلق والذي تمثل في تفشي نماذج التقييم الرياضي في الجوانب التي يبدو فيها اللجوء إلى تلك الأساليب أقل مصداقية. وكلما زاد اعتماد عملية التقييم على التوقعات وكلما قل ارتباطها بأرقام الأداء السابق أضحت أكثر عرضة للخطأ وإساءة الحساب؛ فجزء كبير

ليتوخى الحذر من كل من يدعي إتيانه بحلول حسابية لأية مشكلة من المشكلات المالية الجوهرية. وعلى حد قول "جراهام": "لم أر طيلة أربعة وأربعين عامًا من الخبرة والدراسة في وول ستريت أية حسابات خاصة بقيم الأسهم العادية، أو سياسات الاستثمار الخاصة بها تتعدى الأساليب الحسابية البسيطة أو مبادئ الجبر الأولية. أما إذ تجاوز الأمر هنا الحسابات الرياضية البسيطة وتحول نحو استخدام أساليب رياضية متقدمة أو جبر متقدم فتلك علامة تحذيرية على أن مستخدم هذا الأسلوب يرغب في أن تحل الخبرة محل النظريات في محاولة منه لإخفاء المضاربة وراء قناع الاستثمار الزائف".

دعنا رغم كل هذا نواصل مناقشتنا لأهم عناصر تحليل الأوراق المالية وأساليبها. يتم توجيه المعاملات المكثفة الحالية لتلبية احتياجات المستثمرين غير المحترفين الذين أقل ما يجب عليهم فعله هو فهم ما يتحدث عنه محلل الورقة المالية وهدفه، بل أن يكتسبوا إن أمكن ذلك ملكة التمييز بين التحليل السطحي والتحليل العميق الصحيح.

يظن المستثمر العادي أن تحليل الأوراق المالية يجب أن يبدأ بتفسير للتقارير المالية السنوية للشركة. وقد غطينا هذا الأمر في كتاب منفصل ألفناه ليعين المستثمر العادي على ذلك بعنوان *The Interpretation of Financial Statements*2. ولسنا نرى أنه من الضروري أو الملائم في هذا المقام إعادة الكلام نفسه في هذا الفصل. وخاصة أن جوهر كتابنا ينصب على المبادئ

والتوجهات، وليس على المعلومات والوصف. ولنتجاوز ذلك إلى سؤالين أساسيين يتصلان بجوهر الاستثمار، أولهما هو: ما اختبارات الأمان الأساسية، والواجب تطبيقها على سندات شركة ما أو أسهمها الممتازة؟ وثانيهما هو: ما العوامل الجوهرية المتعلقة بتقييم الأسهم العادية؟

تحليل السندات

يتعلق الجزء الأكثر مصداقية ونيلًا للتقدير في مجال تحليل الأوراق المالية بأمان وجودة كل من السندات والأسهم الممتازة التي ترقى لمستوى الاستثمار، فيتمثل المعيار الرئيسي المستخدم في تقييم سندات شركة ما، في عدد المرات التي غطت فيها أرباح السند إجمالي فوائده خلال السنوات الماضية. أما في حالة الأسهم الممتازة، فيتمثل المعيار في عدد المرات التي جرت فيها تغطية فوائد السند وحصيلة ربحية السهم الممتاز مجتمعتين.

ولسوف تختلف المعايير المستخدمة باختلاف الجهات؛ وحيث إن تلك المعايير متباينة فليس ثمة وسيلة دقيقة لتحديد أي المعايير أكثر ملاءمة. ولقد أوصينا في طبعة 1961 من كتابنا *Security Analysis* ، ببعض معايير التغطية المحددة التي سيجدها القارئ في الجدول 11 - 1 227 .

227 في عام 1972 لم يكن لدى المستثمر في سندات الشركات بديل عن تجميع حافظته الاستثمارية بنفسه. أما اليوم، فهناك ما يربو على خمسمائة صندوق

استثماري مشترك تستثمر في هذه السندات مكونة بذلك مجموعة من الأوراق المالية الملائمة جيدة التنويع. ولتعزز قيامك بتكوين حافظة متنوعة بنفسك إذا قلت قيمة استثمارك عن 100000 دولار فسيكون الاختيار التقليدي للمستثمر الذكي، هو ابتياع سندات صناديق الاستثمار متدنية الكلفة، ملقيًا بعبء الجهد والبحث على كاهل مديريها. وللمزيد عن تلك الصناديق العاملة في السندات، راجع التعليق على الفصل الرابع.

ويطبق اختبارنا الأساسي على النتائج المتوسطة لعدة سنوات. وهناك جهات أخرى تقتضي وجود حد أدنى للتغطية لكل سنة من سنوات التقييم. أما نحن، فنقبل باختبار "السنة الأدنى أداءً" كبديل عن اختبار متوسط السنوات السبع؛ وسيكون كافيًا أن ينطبق على السند أو السهم الممتاز أحد هذه المعايير.

وقد يعترض البعض قائلين إن الزيادة الضخمة في أسعار فائدة السندات منذ 1961 تبرر خفض تعويض عملية تغطية النفقات المطلوبة. ولا يخفى على أحد أنه سيكون من الصعوبة بمكان على شركة صناعية تغطية ما يفوق رسوم فوائد تصل إلى 8% بسبع مرات أكثر من تغطية فائدة مقدارها 4.5%. ولمواجهة هذا الظرف الجديد، نقترح شرطًا بديلًا يتعلق بنسبة المكسب المتحقق على أصل مبلغ الدين. قد يبلغ هذا 33 % قبل احتساب ضرائب الشركات الصناعية، أو 20% بالنسبة للمرافق العامة، أو 25 % بالنسبة للسكك الحديدية. ولابد أن نضع في الحسبان أن المعدل الحقيقي الذي تسدده أغلب الشركات على إجمالي مديونياتها، يقل

بكثير عن الـ 8 % الموجودة بالشكل؛ حيث إنها تتمتع بميزة وجود إصدارات قديمة ذات كوبونات أدنى قيمة. وهكذا يمكن تطبيق شرط سنة "الأداء الأدنى" بثلثي شروط استيفاء اختبار السنوات السبع.

الجدول 11- 1 معدل "التغطية "الملائم للسندات والأسهم الممتازه

أ. للسندات الاستثمارية

أدنى معدل للمكاسب في مقابل إجمالي الكلفة الثابتة:

نمط المشروع	قبل ضرائب الدخل		بعد ضرائب الدخل	
	متوسط السنوات السبع الماضيه	البديل: قياسًا "بأدنى السنوات" أداء	متوسط السنوات السبع الماضيه	البديل: قياسًا "بأدنى السنوات" أداء
شركة مرافق عامة	4 مرات	3 مرات	2.65 مره	2.10 مره
السكك الحديديه	5	4	3.20	2.65
شركة صناعية	7	5	4.30	3.20
شركه التجزئة	5	4	3.20	2.65

ب. للأسهم الممتازة

من الضروري أن تظهر أرقام الحد الأدنى في معدل المكاسب قبل خصم ضرائب الدخل (كما ظهرت بعاليه). وأن تنسب إلى مجموع النفقات الثابتة مضافًا إليها ضعف حصيلة السهم الممتاز.

ملاحظة: إدراج ضعف حصيلة ربحية السهم الممتاز؛ يسمح بإثبات حقيقة أنها لا تعد دخلًا تقتطع منه ضريبة دخل، في حين تعد الفوائد كذلك.

ج. فئات أخرى من السندات والأسهم الممتازه

لا ينطبق المعيار الموضح بعاليه على كل من: 1 شركات المرافق العامة القابضة، 2 الشركات الماليه، 3 الشركات العقاريه؛ لذا أغفلنا ذكر المتطلبات الخاصه بهذه الشركات هنا.

وإضـــافة لاختبـار تغطيــة الأربــاح، هنــاك عــدد مــن الاختبارات الأخرى العامة التي يتم تطبيقها، منها ما يلي:

1. حجم المشروع. هناك معيار الحد الأدنى من حجم نشاط الشركة، وهو معيار يختلف باختلاف النشاط ما بين التصنيع والمرافق والسكك الحديدية، وكذلك وفقًا لحجم عدد السكان بالنسبة للبلدية.

2. نسبة السهم العادي إلى حقوق الملكية. ونعني به السعر السوقي لإصدارات الأسهم الثانوية مقسومًا على إجمالي القيمة الاسمية لمبلغ الدين، 228 أو مقسومًا

على مجموع مبلغ الدين والأسهم الممتازة معًا. ويعد هـذا المعـدل مقيـاسًا تقـريبيًا لمقدار الحماية الواجب توافرها في الاستثمارات الثانوية التي قد تتعرض في البداية لعواقب الظروف غير المواتية. كما أنه يتضمن تقييمًا سوقيًا للمسار المستقبلي للشركة.

228 يقصد "جراهام" هنا بـ "الأسهم الثانوية" الأسهم العاديـة؛ فمن المعروف أن الأسـهم الممتـازة تحظـى بالأولوية من قبل الشركات؛ حيث تلتزم الشركة بدفع توزيعاتها قبل دفع توزيعات الأسهم العادية.

3. قيمة الأصول. اعتبرت قيم الأصول، التي تظهر في الميزانية العمومية أو جرى تقييمها بأية طريقة أخرى، هي معامل الأمان والحماية الرئيسيين لأي سند. لكن الخبرة أظهرت أن الأمان في أغلب الأحيان إنما يتعلق بقدرة المشروع على تحقيق الربح، فإن افتقدت الشركة تلك المقدرة، خسرت تلك الأصول أغلب قيمتها. وتبقى قيمة الأصول رغم ذلك مهمة كاختبار منفصل لمقدار الأمان الذي يتمتع به كل من السهم والسند في ثلاث فئات من المشاريع: المرافق العامة (ربما لأن المعدلات قـد تعتمـد آنـذاك علـى استثمار ملكيـة المرفق العام)، والعقارات، ثم أخيرًا المشروعات الاستثمارية.

وهنا على المستثمر الحذر أن يتساءل: "إلى أي مدى يمكن التعويل على اختبارات الأمان التي تبني تقييمها على الأداء الماضي والراهن، علمًا بأن مقدار ما يجري سداده من أصل المبلغ وفوائده يعتمد على ما سيأتي به المستقبل وحده؟"، أما الإجابة عن ذلك فهي أن تاريخ

الاستثمار يظهر لنا أن السندات والأسهم الممتازة قد اجتازتا أقسى اختبارات الأمان بناءً على الأداء الماضي، وأنهما في أغلب الحالات قد استطاعتا مواجهة شتى الاحتمالات المستقبلية ونجحا فيها. وقد ظهر هذا جليًّا في سندات السكك الحديدية، وهو نوع من الاستثمارات شهد العديد من حالات الإفلاس والخسارة الفادحة؛ ففي كل مرة تقريبًا، لم تغطِّ السكك الحديدية التي واجهت مشكلات وتم تمويلها بعدد كبير من السندات خلال فترات زمنية التكاليف الثابتة تغطية كافية خلال فترات الازدهار العادي، وبالتالي كانت عرضة لنفور المستثمرين الذين أجروا عليها اختبارات أمان دقيقة. وعلى النقيض من هذا، وجدنا أن كل شركات السكك الحديدية التي اجتازت هذه الاختبارات لم تصادف أية مشكلات مالية. وقد احتكمنا في فرضيتنا هذه إلى التاريخ المالي الخاص بالكثير من شركات السكة الحديدية التي أعيد تنظيمها في الأربعينيات وفي عام 1950. ولقد استهلت تلك الشركات (باستثناء شركة واحدة فقط) عملها بتكاليف ثابتة تدنت للمستوى الذي أمكن عنده تغطية متطلبات الفوائد الثابتة، أو على الأقل تغطيتها بقدر مقبول. أما الاستثناء، فكان في حالة "نيو هيفين ريل روودز"، والتي حققت في العام الذي أعيد تنظيمها فيه (1947)، مكاسب عادلت تكاليفها الجديدة بـ 1.1 مرة فقط. وهكذا، وفيما تغلبت شركات السكك الحديدية الأخرى على المصاعب المتعلقة بقدرتها على الوفاء بالدين، منيت شركة "نيو هيفين ريل روودز" بانتكاسة جديدة أعادتها لوصاية الولاية (للمرة الثالثة) في عام 1961.

وفي الفصل السابع عشر، سنبحث ملابسات إفلاس بن سنترال ريل روودز، والتي أصابت مجتمع المال بصدمة جراء إفلاسها في عام 1970؛ ففي هذه الحالة المذكورة، لم يستوفِ معدل تغطية التكاليف الثابتة المعايير المحافظة كما حدث في عام 1965؛ مما دفع بالمستثمر الحصيف في السندات إلى تلافي شراء هذه السندات أو التخلص منها إن كانت بحوزته، قبل وقوع انهيارها المالي بوقت طويل.

يمكن التعويل على الأداء السابق، كمعيار للحكم على الأمان المستقبلي لاستثمار ما طبقًا لخبرتنا في حالة المرافق العامة فقط، تلك المرافق التي تعد أبرز صورة للاستثمار في السندات؛ إذ يبدو أن وضع شركات المرافق الجيدة (مثل إحدى شركات الكهرباء مثلًا) تحت التمويل والحراسة القضائية يعد شيئًا مستحيلًا. ومنذ فرض رقابة هيئة الأسواق والأوراق المالية على إصدار أسهم السكك الحديدية فضلًا عن انهيار نظام الشركات القابضة 229 أضحى تمويل المرافق العامة مستقرًا ولا يعاني حالات إفلاس. وتعزى المشكلات المالية التي واجهتها مرافق الغاز والكهرباء في الثلاثينيات كليةً إلى التجاوزات المالية وسوء الإدارة، وهما العاملان اللذان تركا بصمتهما واضحة على البنى الرأسمالية لتلك الهيئات. وهنا كان لاختبارات الأمان البسيطة (والمحكمة في الوقت نفسه) دورها في إصدار علامات تحذيرية للمستثمر؛ لكي ينأى بنفسه عن الأوراق المالية التي ستواجه الانهيار لاحقًا.

229 بعد خسارة المستثمرين المتهافتين على أسهم شركات المرافق مليارات الدولارات ما بين عامي 1929 و 1932، فوض الكونجرس هيئة الأسواق والأوراق المالية بسن قانون ينظم إصدار أسهم المرافق، تحت مظلة قانون الشركة القابضة للمرافق العامة، والصادر عام 1935.

تختلف ملامح السجل طويل الأجل لإصدارات السندات الصناعية من شركة لأخرى. فرغم أن فئة الصناعة إجمالًا قد أظهرت ارتفاعًا في القدرة على تحقيق الربح فاق قدرة السكك الحديدية أو المرافق العامة، فإن المشروعات الفردية وبعض خطوط الأعمال داخل هذه الفئة لم تتمتع بالقدر نفسه من الاستقرار. وبذلك يمكن استيعاب أسباب تركيز عمليات الشراء للسندات الصناعية والأسهم الممتازة (على الأقل في الماضي)، ليس على الشركات العملاقة وحدها، بل على تلك التي أظهرت أيضًا قدرة على الصمود في وجه حالات الكساد الشديد.

لقد أظهرت قلة من السندات الصناعية عجزًا منذ عام 1950، لكننا نعزو هذا جزئيًا إلى انعدام حدوث كساد شديد خلال هذه الفترة الطويلة؛ فمنذ عام 1966 شهدت الأوضاع المالية الخاصة بالشركات الصناعية تطورات غير مواتية؛ حيث ظهر العديد من الصعوبات الجوهرية نتيجة لعمليات التوسع التي تفتقر إلى الحكمة، وقد تطلب ذلك زيادة القروض المصرفية والديون طويلة الأجل من ناحية، وأدى إلى وقوع خسائر التشغيل بدلًا من تحقيق الأرباح المتوقعة من

ناحية أخرى؛ فقد ارتفعت تقديرات مدفوعات الفائدة لجميع الشركات غير المالية، خلال السنوات السبع التي سبقت عام 1970، من 9.8 مليار دولار في عام 1963، إلى 26.1 مليار دولار في عام 1970، والتهمت الفوائد ما مقداره 29% من الأرباح الكلية لتلك الشركات قبل احتساب الضرائب عليها في عام 1971 بالمقارنة بـ 16 % فقط في عام 1963. ومما لا شك فيه أن العبء الذي تحمله العديد من الشركات الفردية قد فاق هذا بكثير. وأضحى مرأى الشركات التي بالغت في تمويل أنشطتها بالسندات مألوفًا، ولهذا نرى أن هناك أكثر من سبب لتكرار التحذير الذي أوردناه في طبعة عام 1956:

لا نعتقد أنه ينبغي للمستثمر أن يطمئن لاستمرار هذه الظروف الحسنة، وبالتالي أن يتراخى فيما يتبعه من معايير لاختيار السندات الصناعية أو أية فئة أخرى من السندات.

تحليل الأسهم العادية

يقودنا النموذج الأمثل لتحليل الأسهم العادية إلى تحديد قيمة الورقة المالية ومقارنتها بسعرها الحالي لتحديد ما إذا كانت الورقة المالية تتمتع بجاذبية تكفي لشرائها أم لا. ويمكن القيام بمثل هذا التقييم بتقدير متوسط الأرباح التي سيحققها المشروع خلال عدة سنوات في المستقبل ، ثم مضاعفة هذا التقدير باستخدام "عامل رأس مال مناسب".

وتبدأ إجراءات قياس القدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل بمطالعة متوسط البيانات السابقة للحجم

الملموس والأسعار والهوامش التشغيلية. ويتم التنبؤ بالمبيعات المتوقعة بالدولار بناء على تقديرات خاصة بمقدار التغير في الحجم ومستويات الأسعار بما يفوق الأساس السابق. وتقوم تلك التقديرات أولًا على التنبؤات الاقتصادية العامة للناتج المحلي الإجمالي ثم على الحسابات الخاصة بالصناعة وبالشركة موضع التقييم.

ويمكن أن نقتبس مثالًا على هذا الأسلوب في التقييم من طبعتنا الصادرة عام 1965، مع رصد التغيرات التي حدثت منذ ذلك الحين حتى الآن. والمثال الذي نقصده، هو مثال شركة فاليو لاين إحدى شركات الخدمات الاستثمارية الرائدة، والتي تقوم بتقدير الأرباح والتوزيعات المتوقعة باستخدام الإجراء السالف ذكره، يلي ذلك تقدير "السعر المحتمل" أو (القيمة السوقية المتوقعة) باستخدام صيغة تقييم لكل ورقة مالية، بناء على بعض علاقات سابقة خاصة. ولقد أدرجنا في الجدول (11 - 2) تلك التقديرات المتوقعة للفترة ما بين عامي 1967 و 1969، والتي جرى وضعها في يونيو عام 1964، ثم قارنّاها بمتوسط الأرباح والقيمة السوقيتين الفعليتين لعام 1968 (وهو العام الذي يتوسط الفترة التي تم رصدها).

الجدول 11 -2 متوسطات داو جونز الصناعي

(تنبؤات فاليو لاين للفترة ما بين عامي 1967 و 1969 (والتي وضعت في منتصف عام 1964) مقارنة بالنتائج المحققة فعلًا في عام 1968)

	المكاسب توقعات 1967 69	الفعلي في 1968أ	السعر في 30 يونيو 1964	السعر المتوقع للفترة 67- 1969	متوسط السعر في 1968أ
آلايد كيميكال	$ 3.70	$ 1.46	54.5	67	36.5
ألومينيوم كوربوريشن أوف أمريكا	3.85	4.75	71.5	85	79
أميركان كان	3.50	4.25	47	57	48
أميركان تيل آند تيل	4	3.75	73.5	68	53
أميركان توباكو	3	4.38	51.5	33	37
أناكوندا	6	8.12	44.5	70	106
بيت لحيم ستيل	3.25	3.55	36.5	45	31
كرايسلر	4.75	6.23	48.5	45	60
دوبونت	8.50	7.82	253	240	163
إيستمان كوداك	5	9.32	133	100	320
جنرال إليكتريك	4.50	3.95	80	90	90.5
جنرال فودز	4.70	4.16	88	71	84.5
جنرال موتورز	6.25	6.02	88	78	81.5
جود يير تاير	3.25	4.12	43	43	54
إنترناشيونال هارفستر	5.75	5.38	82	63	69
إنترناشيونال نيكل	5.20	3.86	79	83	76
إنترناشيونال بيبر	2.25	2.04	32	36	33
جونز مانفيل	4.00	4.78	57.5	54	71.5
أوينز إيل جلاس	5.25	6.20	99	100	125.5
بروكتر آند جامبل	4.20	4.30	83	70	91
سيارز روباك	4.70	5.46	118	78	122.5
ستاندرد أويل أوف كاليفورنيا	5.25	5.59	64.5	60	67
ستاندرد أويل أوف نيوجيرسي	6	5.94	87	73	76
سويفت آند كو	3.85	3.41 ب	54	50	57
تيكساكو	5.50	6.04	79.5	70	81
يونيون كاربايد	7.35	5.20	126.5	165	90
يونايتد إيركرافت	4	7.65	49.5	50	106
يو. إس. ستيل	4.50	4.69	57.5	60	42
واستنطون هاوس إليكتريك	3.25	3.49	30.5	50	69
وول وورث	2.25	2.29	29.5	32	29.5
الإجمالي	183.25	149.20	2222	2186	2450
داو جونز الصناعي (الإجمالي 2.67 %)	52	56	832	820	918ج
داو جونز الصناعي الفعلي في عام 1968	57.89				906 ج
داو جونز الصناعي الفعلي 1967-1969	56.26				

أ تم تعديله ليتوافق مع تجزئة الأسهم والتي تجرى منذ عام 1964

ب متوسط ما بين عامي 1967 و 1969

ج يعزى الاختلاف إلى المقام المتغير

ولقد وجدنا أن التقديرات كانت بعيدة إلى حد ما عن واقع الفترة المقدرة، ولكن ليس على نحو خطير تمامًا؛ فقد كانت التقديرات التي وضعت للأرباح والتوزيعات والربحية قبل ست سنوات مفرطة في التفاؤل. ولكن استعمال مضاعف متدني القيمة عوض هذا التفاوت، فتقارب السعر المتوقع والسعر السائد في عام 1963.

سيلحظ القارئ أن هناك عددًا من التقديرات الفردية

جانب الصواب. وفي ذلك ما يؤيد وجهة نظرنا بأن التقدير الجماعي أو المركب أقرب إلى الصواب من التقديرات الخاصة بالشركات الفردية. ومن رأينا أن أفضل ما يقوم به محلل الأوراق المالية هو اقتصاره على الشركات الثلاث أو الأربع التي يتيقن من معرفته التامة بمستقبلها ويوجه أنظار عميله أو عميلته نحو تنبؤاته لها. لكن لسوء الحظ، يستحيل على المرء التمييز مقدمًا ما بين التنبؤات الفردية الممكن التعويل عليها، وتلك التي من المرجح خطؤها. ويبدو على الأقل أن هذا هو السبب وراء التنويع البالغ الذي تلجأ إليه صناديق الاستثمار. ولكن من الأفضل بالطبع أن تركز على السهم الذي تعرف أنه سيعود عليك بالربح، بدلًا من أن تضعف ما تحققه من نتائج بلجوئك للتنويع فقط من أجل التنويع. لكن هذا لا يحدث؛ إذ لا يسع المرء تحديد السهم الرابح تحديدًا يعول عليه . كما أن التنويع البالغ الذي ساد وشاع، ليس إلا تجسيدًا عمليًّا لمحاولة تصدي وول ستريت لمفهوم "الانتقائية" الذي يسود أسواق المال في أغلب الأحيان 230 .

230 لقد دأبت أغلب صناديق الاستثمار في الآونة الأخيرة على اتباع سياسة التقليد الأعمى لمؤشر إس آند بي 500 للأسهم خوفًا من أن تتسبب أية سياسة مخالفة لتدني عوائدها عن تلك التي يحققها المؤشر. هذا في الوقت الذي تتبع فيه بعض الصناديق الأخرى سياسة مخالفة أطلقت عليها اسم سياسة "المحافظ المركزة " والتي تتمثل في حيازة عدد من الأسهم يتراوح ما بين 25 إلى 50 سهمًا يرى مديرو المحافظ

أنها "أفضل أفكارهم". ولكن قد يجعل ذلك المستثمرين يتساءلون عما إذا كانت المحافظ الأخرى التي يديرها هؤلاء المديرون أنفسهم تضم أسوأ أفكارهم أم ماذا. وعلى ضوء حقيقة أن غالبية الصناديق التي تضم "أفضل أفكار المديرين" لم يرقَ مستوى أدائها فوق مستوى الأداء المتوسط، فإن للمستثمرين الحق كذلك في التساؤل مجددًا عما إذا كانت تلك الأفكار تستحق الالتفات إليها من الأساس؟ إن التنويع هو الآخر في نظر المستثمرين المحنكين مثل "وارين بافيت"، لهو ضرب من الحماقة، إذ يضعف قوة تركيز أية أفكار عظيمة. ولكن ترك المستثمر الفرد أو مديري صناديق الاستثمار التقليدين للتنويع عمل لا يقل حماقة نظرًا للصعوبة الشديدة في اختيار عدد محدود من الأوراق المالية والتركيز عليها أملًا في أن تكون هي الأسهم الأكثر ربحًا واستبعاد تلك الأكثر عرضة للخسارة. وكلما نوعت ما بحوزتك من الأسهم، تضاءل أثر الخسارة التي قد يتعرض لها سهم فردي، هذا في الوقت الذي سيتضاعف فيه أثر الأسهم الرابحة. وإننا لنرى أن الخيار الأفضل لأغلب المستثمرين هو صندوق يرتبط بمؤشر ويتعامل في أسهم السوق كلها، وبتكلفة متدنية تعينه على حيازة كل سهم جدير بالاقتناء.

العوامل التي تؤثر في معدل الرسملة

رغم أنه من المفترض أن يكون متوسط الأرباح المتوقعة هو العامل الرئيسي في تحديد القيمة، فإن محلل الأوراق المالية يأخذ في حسبانه عددًا من العوامل الأخرى التي تتفاوت في أهميتها. وهي في

أغلبها عوامل تتعلق بمعدل الرسملة، والتي تتباين معدلاتها بشدة اعتمادًا على "جودة" السهم. ولهذا السبب قد يقيم محلل الأوراق المالية ورقتي شركتين تساوت ربحية سهمهما ولنقل 4 دولارات مثلًا فيما بين عامي 1973 و 1975 بصورة مختلفة؛ حيث قد يقيم إحدى الشركتين تقييمًا منخفضًا بـ40 نقطة بينما يقيِّم الأخرى تقييمًا مرتفعًا بـ100 نقطة. ودعنا نعرض في إيجاز بعض الاعتبارات المتعلقة بأسس هذا التقييم المتفاوت:

1. احتمالات الأجل الطويل العامة. قد تتوافر لدى المحللين والمستثمرين رؤى حصيفة عن المستقبل، وإن لم يكن ثمة من يعرف حقًّا ما الذي يحمله المستقبل البعيد في جعبته. هذه الرؤى قد تنعكس في صورة تمييز حاد لنسبة السعر إلى أرباح سواء في الشركات الفردية أو حتى نسبة السعر إلى الأرباح الخاصة بتلك الصناعة ككل. وعند هذه النقطة أضفنا ما يلي إلى طبعتنا الصادرة في عام 1965:

على سبيل المثال في عام 1963 كانت شركات الكيماويات المدرجة بمؤشر داو تباع بمضاعفات مرتفعة عن تلك الخاصة بشركات البترول مما كان بمثابة مؤشر قوي على الثقة الكبرى التي تتمتع بها الفئة الأولى من الشركاء عن نظيرتها الثانية. وقد يتوافر أساس منطقي لهذا التمييز، لكنه يصير عرضة للخطأ إذا كان مبنيًّا على الأداء السابق وحده.

ولسوف نعرض في الشكل (11 - 3) خلاصة نتائج عام 1963، والتي تناولت أسهم شركات الكيماويات

والبترول في مؤشر داو جونز الصناعي، ونعرض للأرباح التي حققتها تلك الشركات حتى نهاية عام 1970. ولسوف نرى كيف توقفت شركات الكيماويات، رغم المضاعف الكبير، عن تحقيق مكاسب عملية في الفترة التي تلت عام 1963. هذا في الوقت الذي حققت فيه شركات البترول نتائج فاقت بكثير نتائج شركات الكيماويات، وبمضاعف قارب ذلك الخاص بعام 1963. ويعد مثال شركات الكيماويات هذا، إحدى الحالات التي تمثل دليلًا على خطأ دلالة مضاعفات السوق 231 .

231 ربما تنطبق وجهة نظر "جراهام"، الخاصة بشركات الكيماويات والبترول في الستينيات، على جميع الصناعات تقريبًا مهما تغير الزمن. ونحن نرى أن إجماع وول ستريت على مستقبل قطاع ما من قطاعات الأعمال إما أن يكون مفرطًا في التفاؤل أو التشاؤم. بل الأسوأ من هذا، أن يبلغ هذا الإجماع ذروته في الوقت الذي يكون سعر الأسهم مبالغًا فيه للغاية، ويبلغ ذروة تشاؤمه عندما يتدنى سعر الأسهم تدنيًا بالغًا. والمثال الأقرب على هذا بالطبع، هو مثال أسهم شركات التقنية والاتصالات اللاسلكية، والتي بلغت الذروة يوم بدا مستقبلها مشرقًا في عامي 1999 و 2000، تلا ذلك انحدارها وتدهورها الذي قادها للنهاية المحتومة عام 2002. ولقد أثبتت التجارب افتقار توقعات وول ستريت للدقة فيما يتعلق بأداء السوق ككل، 2 قطاعات الأعمال، 3 أسهم بعينها. كما أشار "جراهام"، إلى أنه لا تبدو احتمالات ارتفاع مستوى أداء أفراد المستثمرين عن ذلك إيجابية. وإنما يتفوق المستثمر الذكي من

خلال اتخاذ القرارات التي لا تقوم على دقة توقعات شخص ما أيًّا كان، بما في ذلك توقعاته هو نفسه (ارجع للفصل الثامن).

جدول 11 - 3 أداء أسهم شركات الكيماويات والبترول في مؤشر داو جونز لعام 1970 مقارنة بعام 1964.

	شركات الكيماويات:	آلايد كيمكال	دوبونت أ	يونيون كاربايد ب	شركات البترول:	ستاندرد أويل أوف كاليفورنيا	ستاندرد أويل أوف نيو جيرسي	تكساكو	
سعر الإغلاق		55	77	60.25		59.5	76	35	
ربحية السهم عام 1963		2.77	6.55	2.66		4.50	4.74	2.15	
نسبة السعر إلى الأرباح		x19.8	23.5	22.7	25.3	x13.2	16	16.3	15.3
سعر الإغلاق		24.125	133.5	40		45.5	73.5	35	
ربحية السهم عام 1970		1.56	6.76	2.60		5.36	5.90	3.02	
نسبة السعر إلى الأرباح		x15.5	19.8	15.4		x10.2	12.4	11.6	

أ تم تعديل أرقام عام 1963 طبقًا لتوزيعات أسهم جنرال موتورز.

ب تم تعديل أرقام 1963 طبقًا لعمليات تقسيم الأسهم اللاحقة.

2. الإدارة . قيل الكثير عن الإدارة في وول ستريت، لكنها أقوال لا نفع فيها. ولسوف يظل موضوع الإدارة من المسائل التي يكتنفها الغموض حتى تتوافر اختبارات موضوعية وجوهرية ومنطقية، يمكن من خلالها قياس مدى الكفاءة الإدارية لهذه الشركة أو تلك. وتقتضي العدالة افتراض تمتع الشركات التي حققت نجاحًا متواصلًا بإدارة ماهرة. يظهر هذا جليًّا في سجلات الأداء الماضي للشركات، كما سيظهر بالوضوح نفسه في صورة التوقعات الخاصة بمستقبلها القريب الذي يصل مداه إلى خمس سنوات، كما يظهر في طيات المناقشة السابقة لاعتبارات الأجل الطويل. لكن النظر إلى مسألة الإدارة كأحد الاعتبارات الأساسية لنجاح الشركات وصعودها قد يؤدي إلى مبالغات باهظة في

الائتمان المصرفي الموسمي. (وبناءً عليه نجد أن هناك شكلًا يتولد من هذين العاملين؛ حيث إن وجود عدد قليل من الأسهم العادية بالمقارنة بالسندات والأسهم الممتازة قد يقوم، إذا كانت الظروف مواتية بقدر هائل من المضاربة بالنسبة لأرباح الأسهم العادية، وهو العامل المعروف باسم "الرفعة المالية").

4. سجل التوزيعات. يعد سجل التوزيعات الممتد لسنوات عدة في الماضي واحدًا من أكثر اختبارات قياس جودة الورقة المالية إقناعًا. وإننا لنرى في سجل التوزيعات، الممتد عبر عشرين عامًا أو يزيد عاملًا إيجابيًا ضمن عوامل تصنيف جودة الورقة. كما نجد أنه يحق للمستثمر المتحفظ أن يقتصر على ابتياع الأوراق المالية التي تستوفي هذا المعيار فقط.

5. نسبة التوزيعات الجارية. يعد هذا العامل وهو الأخير بين العوامل الإضافية من أصعب العوامل التي يمكن التعامل معها على نحو مُرْضٍ. ومن حُسن الطالع أن الغالبية العظمى من الشركات أقدمت على اتباع ما يطلق عليه السياسة القياسية للتوزيعات. وهي السياسة التي تقضي بتوزيع ما يقرب من ثلثي أرباحها الاعتيادية، إلا في حالات جني الأرباح الزائدة، وحالات التضخم التي تتطلب زيادة رأس المال، فعندها تقل التوزيعات عن هذه النسبة. (ولقد بلغت التوزيعات الخاصة بداو جونز ما مقداره 59.5%، و 55 % لجميع الشركات الأمريكية في عام 1969) 232 . وقد يجري التقييم بأي المنوالين في حالة تقارب التوزيعات مع الأرباح المحققة، ودون أي تأثير في النتائج. فعلى سبيل

المثال، قد يجري تقييم شركة ثانوية تقليدية يتوقع لها أن تحقق متوسط أرباح يقدر بـ 3 دولارات للسهم، وتوزيعات تقدر بدولارين على السهم بما يفوق ضعف تلك الأرباح بـ 12 مرة، أو بما يفوق التوزيعات بـ 18 مرة وذلك مع بلوغ تقييم يقدر بـ 36 مرة في كلتا الحالتين.

232 تدني هذا الرقم والذي يعرف الآن بـ " معدل دفع التوزيعات" عما كان عليه في أيام "جراهام"، حيث عملت قوانين الضرائب على تثبيط المستثمرين عن انتظار التوزيعات والشركات عن دفعها. وبنهاية عام 2002، ثبت هذا المعدل عند 34.1 % بالنسبة لمؤشر إس آند بي 500، وفي أبريل من عام 2000، بلغ الحضيض على الإطلاق، إذ تدنى إلى 25.3% (راجع موقع www.barra.com/research/fundamentals.asp) ولسوف نتناول مسألة سياسات توزيعات الربحية بمزيد من العناية في التعليق على الفصل التاسع عشر.

وبأية حال من الأحوال هناك عدد متزايد من شركات النمو التي بدأت بالتخلي عن السياسة القياسية السابقة والتي تقضي بتوزيع 60% أو يزيد من مكاسبها في صورة توزيعات وذلك على أساس أن مصالح حملة الأسهم تتطلب الإبقاء على الأرباح كلها لأغراض التوسع المالي. لكن في حقيقة الأمر تمثل هذه المسألة مشكلة، وتتطلب منا عناية كبيرة. ولكننا قررنا تأجيل مناقشة مسألة السياسة الصائبة للتوزيعات لأهميتها الحيوية إلى جزء آخر من الكتاب - الفصل التاسع عشر؛ حيث سنتعرض إليها كجزء من المشكلة العامة التي تتعلق بالعلاقة بين حملة الأسهم وإدارات الشركات.

معدل الرسملة والأسهم متنامية القيمة

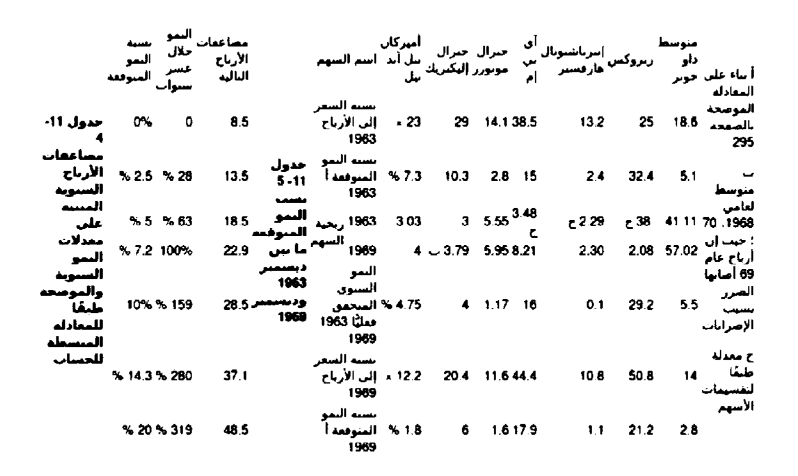
تتركز أغلب كتابات محللي الأوراق المالية على التثمين الرسمي المبني على تقييم تلك الأسهم. ولقد قادتنا دراستنا حول شتى الأساليب لصيغة مختصرة ومبسطة لتقييم تلك الأسهم، قصد بها الوصول لأرقام تقارب كثيرًا تلك التي تأتي بها الأساليب الحسابية الأشد تعقيدًا، وهذه الصيغة كالتالي:

القيمة = الأرباح الجارية (العادية) ×

(8.5 + ضعف معدل النمو السنوي المتوقع)

أما الرقم الذي يشير إلى النمو، فيجب أن يمثل التوقعات الخاصة بالسنوات السبع أو العشر المقبلة.

وقد بينا في الجدول (11 -4) كيف نجحت صيغتنا في حساب حالات شتى لمعدلات النمو المتوقع. ومن اليسير إجراء الحسابات بصورة عكسية، وتحديد أي معدلات النمو نتوقعها في ظل سعر السوق الراهن، وذلك بالطبع بناء على افتراض الصواب في الصيغة التي وضعناها. وفي طبعتنا السابقة، قمنا بتطبيق هذه الصيغة على أسهم داو جونز وعلى ست من أهم الأوراق المالية بالسوق. وطرحنا هذه الأرقام في الجدول (11 -5)، وأوردنا حينها التعليق التالي:



	متوسط داو جونز	زيروكس	إنترناشونال هارفستر	آي بي إم	جنرال موتورز	جنرال إليكتريك	أمريكان تل أند تل	اسم السهم		مضاعفات الأرباح التالية	النمو خلال عشر سنوات	نسبة النمو المتوقعة	
أ بناء على المعادلة الموضحة بالصفحة 295	18.6	25	13.2	38.5	14.1	29	23 أ	نسبة السعر إلى الأرباح 1963		8.5	0	0%	جدول 11-4
ب متوسط لعامي	5.1	32.4	2.4	15	2.8	10.3	% 7.3	نسبة النمو المتوقعة أ 1963	جدول 11-5	13.5	% 28	% 2.5	مضاعفات الأرباح السنوية
1968، 70	41 11	ج 38	ج 2.29	3.48 ج	5.55	3	3 03	ربحية السهم 1963	نسب النمو المتوقعة	18.5	% 63	% 5	النسبة على
: حيث إن أرباح عام 69 أصابها	57.02	2.08	2.30	8.21	5.95	3.79 ب	4	1969	ما بين ديسمبر 1963	22.9	100%	% 7.2	معدلات النمو
الضرر بسبب الإضرابات	5.5	29.2	0.1	16	1.17	4	% 4.75	النمو السنوي المحقق فعليًا 1963 1969	وديسمبر 1969	28.5	% 159	10%	السنوية والموضحة طبقًا للمعادلة المبسطة للحساب
ج معدلة طبقًا لتقسيمات الأسهم	14	50.8	10.8	44.4	11.6	20.4	12.2 أ	نسبة السعر إلى الأرباح 1969		37.1	% 280	% 14.3	
	2.8	21.2	1.1	17.9	1.6	6	% 1.8	نسبة النمو المتوقعة أ 1969		48.5	% 319	% 20	

إن الفارق ما بين معدل النمو السنوي الذي حققته زيروكس والذي بلغ 32.4% وذلك المعدل المتواضع الخاص بجنرال موتورز الذي بلغ 2.8% يبعث على الدهشة ولا شك. ولعل تفسير ذلك بصورة جزئية يرجع إلى شعور سوق الأسهم بأنه من العسير على جنرال موتورز تكرار مكاسب عام 1963 التي تعد أضخم أرباح حققتها شركة من الشركات في التاريخ. ومن ناحية أخرى كانت نسبة السعر إلى الأرباح التي حققتها زيروكس بمثابة انعكاس لحماس المضاربة الذي أججته شركة حققت أعظم الإنجازات، ولا يزال أمامها مستقبل واعد.

ولنا أن نقارن معدل النمو المتوقع لداو جونز والبالغ 5.1 %، بالزيادة السنوية الفعلية البالغة 3.4 % (والمركبة)، والتي تحققت في الفترتين اللتين امتدتا ما بين عامي 1951 و1953، وعامي 1961 و 1963.

لكن كان علينا أن نضيف هناك تحذيرًا يتمثل فيما يلي:
ولابد أن تكون توقعاتنا حيال الأسهم بالغة النمو في

الحدود المعقولة ذلك إن أردنا لها أن تتحقق؛ إذ تقضي الوقائع التي يفرضها علم الحساب، أنه إن توقعنا لشركة ما تحقيق معدل نمو يصل إلى 8 % أو يزيد، فمما لا شك فيه أن قيمة أسهمها مستقبلًا سوف تتعاظم إلى ما لا نهاية، ولن يكون أي ثمن يدفعه الناس لقاء شرائها مبالغًا فيه. لكن ينبغي على من يقيم هذه الأسهم في تلك الحالة إدراج هامش أمان في حساباته؛ بحيث يتدنى بتقييمه قليلًا عما هو عليه، وهو ما يشبه سلوك المهندس فيما يتعلق بمواصفات مبانيه. بهذه الطريقة، تحقق مشتريات صاحب التقييم الهدف منها (والذي تمثل في عام 1963 في تحقيق عائد إجمالي مستقبلي يبلغ 7.5 % سنويًّا) حتى إن تدنى المعدل الفعلي للنمو كثيرًا عن المخطط له. أما إذا تحقق العائد الذي توقعه المستثمر، فعندها سيتمتع ولا شك بعائد إضافي ممتاز. وليس ثمة سبيل لتقييم شركة نمو تحقق معدلات شديدة الارتفاع (ولنقل إنها شركة يبلغ معدل النمو السنوي المتوقع لها 8 % أو أكثر) يمكن للمحلل من خلالها إجراء توقعات صادقة لكل من المضاعف المناسب للأرباح الجارية، أو المضاعف المتوقع للمكاسب المستقبلية.

لقد أتى معدل النمو الفعلي لكل من زيروكس و آي بي إم شديد التقارب مع المعدلات الكبيرة التي أشارت إليها صيغتنا. وكما سبق أن بينا لتونا، أدى ذلك إلى زيادة كبيرة في أسعار أسهم كلتا الشركتين. كما أتى نمو مؤشر داو جونز نفسه كما توقعنا له، وذلك عند سعر الإغلاق في السوق في عام 1963. لكن معدله المتواضع

والبالغ 5%، لم يأت بحل رياضي لمعضلة زيروكس وآي بي إم؛ فلقد اتضح أن ارتفاع السعر بنسبة 23% نهاية عام 1970 بالإضافة إلى إجمالي عائد التوزيعات الذي بلغ 28% لم يختلف كثيرًا عن الأرباح الإجمالية السنوية التي تنبأت بها صيغتنا والتي بلغت 7.5%. أما في حالة الشركات الأربع الأخرى فإنه قد يكفي القول بأن معدل نموها لم يرقَ إلى مستوى التوقعات التي يتضمنها سعر عام 1963 في حين أخفقت أسعارها في الوصول إلى مستوى داو جونز. تحذير : تمت الإشارة إلى تلك البيانات من أجل التوضيح فقط وللحاجة الملحة بالنسبة لعملية تحليل الأوراق المالية للتنبؤ بمعدل النمو المستقبلي لغالبية الشركات التي تتناولها الدراسة؛ لذلك ينبغي على القارئ ألا ينساق وراء فكرة أن تلك التوقعات يمكن التعويل عليها أو أنه يمكن الاعتماد على أن تتحرك الأسعار المستقبلية طبقًا لها إذا ما تحققت تلك التنبؤات أو لم تتحقق.

وينبغي أن نشير في هذا المقام إلى أن أية عملية تقييم "علمية" للأسهم، أو أية عملية تقييم تتمتع بالمصداقية وتعتمد على التنبؤ بالنتائج التي سوف تتحقق في المستقبل لابد أن تضع أسعار الفائدة المستقبلية في الحسبان. إن أي جدول للأرباح أو التوزيعات المتوقعة سوف تكون له قيمة حالية محدودة إذا ما افترضنا هيكل فائدة أعلى عما لو افترضنا هيكل فائدة منخفضًا 233 . لكن من الصعب الوثوق بصحة هذه الافتراضات دائمًا كما أن التقلبات العنيفة التي حدثت مؤخرًا في أسعار الفائدة طويلة المدى أثرت بشدة في جميع

التنبؤات لكن صيغتنا سالفة الذكر أثبتت جدواها لأنه ببساطة لم تظهر أية صيغة أخرى جديدة تحظى بالقبول أكثر منها.

233 لماذا ذلك؟ طبقًا" للقاعدة رقم 72" فإنه بسعر فائدة يصل إلى 10% فإن أي مقدار من المال سوف تتضاعف قيمته في غضون سبع سنوات، أما عندما يكون سعر الفائدة 7% فإنه يتضاعف كل 10 سنوات أو أكثر، فعندما ترتفع أسعار الفائدة يقل مقدار ما يمكن استقطاعه من مال لكي تصل إلى قيمة محددة في المستقبل ما دامت أسعار الفائدة المرتفعة سوف تجعله يزيد بمعدل أسرع؛ لذلك فإن أسعار الفائدة المرتفعة اليوم تجعل سلسلة الأرباح والتوزيعات المستقبلية أقل قيمة طالما أن بديل الاستثمار في السندات قد أصبح أكثر جاذبية.

تحليل الصناعة

نظرًا لما للاحتمالات العامة المتعلقة بالمشروع من تأثير ملموس في تحديد أسعار السوق فإنه من الطبيعي أن يوجه محلل الأوراق المالية جانبًا كبيرًا من اهتمامه إلى المكانة الاقتصادية للصناعة وللشركة الفردية ذاتها في القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه. إن مثل هذا النوع من الدراسات قد يتضمن تفاصيل كثيرة لا نهاية لها. وقد تعطيك في بعض الأحيان نوعًا من الرؤية العامة للعوامل المهمة التي سوف يكون لها تأثيرها في المستقبل ولم توفها السوق الحالية قدرها من التقييم. وعندما يتم التواصل إلى نتيجة كهذه بدرجة معقولة

من الثقة فإنها تشكل أساسًا جيدًا لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

ومع ذلك فإن ما توصلنا إليه من ملاحظات تجعلنا نقلل إلى حد ما من قيمة غالبية دراسات الصناعة المتاحة أمام المستثمرين؛ حيث إن ما تتضمنه تلك الدراسات من بيانات معروفة بالفعل للعامة وكان لها تأثير ملموس في تسمية أسعار السوق. نادرًا ما يعثر المرء على دراسة أجرتها إحدى شركات السمسرة تستعين بمجموعة من الحقائق المقنعة التي تبين ما إذا كانت إحدى الصناعات الرائجة في سبيلها للانهيار أم إذا كانت إحدى الصناعات غير الرائجة في سبيلها نحو الازدهار. إن وجهة نظر وول ستريت للمستقبل البعيد عرضة للخطأ، وهو أمر يشير بالضرورة إلى صعوبة التنبؤ بمسار الأرباح في شتى الصناعات.

ولابد من الإقرار بأن النمو المتسارع والشامل لشركات التكنولوجيا في السنوات الأخيرة كان له تأثير رئيسي في توجهات محلل الأوراق المالية وعمله. وأكثر من أي وقت مضى في السابق، فإن تقدم أو تدهور شركة تقليدية من الشركات خلال العقد القادم قد يعتمد على علاقتها بالمنتجات الجديدة والأساليب الحديثة التي قد تتاح للمحلل الفرصة لدراستها مسبقًا ؛ لهذا فإنه ما من شك في أن هناك مجالًا واعدًا أمام المحلل للقيام بعمل فعال اعتمادًا على الرحلات الميدانية وإجراء المقابلات مع الباحثين والقيام باستقصاء تكنولوجي مكثف بمبادرة شخصية منه. إن هناك مخاطر بالطبع من محاولة التنبؤ بالنتائج الاستثمارية المستقبلية خاصة

إن لم تدعم تلك التنبؤات قيم مالية واضحة. وتحدث مخاطر مماثلة كذلك بالالتزام الشديد بحدود القيمة الحالية القائمة على نتائج فعلية. ولكن ليس بوسع المستثمر أن يجمع بين الحسنيين. فإما أن يكون ذا خيال خصب ويسعى للفوز بالأرباح الهائلة التي ستكون مكافأة لرؤاه التي تثبت الأحداث صحتها فيما بعد ولكنه يجب أن يتحمل مخاطرة حدوث خطأ فادح أو بسيط في حساباته أو يكون محافظًا ويرفض أن يعطي الاحتمالات التي لم تثبت صحتها بعد أكثر مما تستحق من الاهتمام ولكن في هذه الحالة عليه أن يعد نفسه لاحتمال أن يعض أنامله من الغيظ بعد أن تضيع من بين يديه الفرص الذهبية التي كانت أمامه لكنه لم يرها.

أسلوب التقييم الثنائي

دعونا نرجع للحظة واحدة إلى فكرة التقييم أو التثمين للسهم العادي التي ناقشناها آنفًا في صفحة 314. ولقد أدى التفكير العميق في هذا الموضوع إلى التوصل إلى أنه من الأفضل تغيير الأسلوب المتبع حاليًا واتباع أسلوب جديد. ونحن نقترح أن يبدأ المحللون بعمل ما دعوناه بـ "تحديد قيمة الأداء السابق" والذي يعتمد اعتمادًا كليًا على السجل السابق للشركة. وسوف يحدد ذلك قيمة السهم كقيمة مطلقة أو كنسبة من مؤشر داو جونز أو مؤشر إس آند بي المركب إذا ما افترضنا أن أداءه السابق نسبيًا سوف يستمر دون تغيير في المستقبل. (ويتضمن ذلك افتراض أن معدل النمو النسبي الذي تحقق طوال السنوات السبع الماضية سوف يستمر دون تغيير لسبع سنوات قادمة). ويمكن

تنفيذ هذا الأسلوب بصورة آلية من خلال تطبيق صيغة تمنح ثقلًا لكل رقم من الأرقام السابقة الخاصة بالربحية والاستقرار والنمو وكذلك المركز المالي الراهن، وينبغي أن يركز الجزء الثاني من التحليل على تحديد المدى الذي يمكن أن نذهب إليه في تعديل القيمة التي تعتمد على الأداء السابق بسبب الظروف الجديدة المتوقعة في المستقبل.

إن هذا الإجراء كفيل بأن يقسم العمل بين كبار المحللين وأقرانهم من صغار المحللين على النحو التالي: 1- سوف يحدد المحلل رفيع المستوى الصيغة التي يمكن تطبيقها على جميع الشركات من أجل معرفة قيمة أدائها السابق. 2- سوف يقوم المحلل الأقل مكانة بتحديد مثل هذه العوامل للشركات المختارة بأسلوب آلي تقريبًا. 3- ثم يقوم المحلل رفيع المستوى بتحديد مدى اختلاف أداء الشركة سواء بصورة مطلقة أو نسبية عن سجلها السابق والتغيير الذي ينبغي القيام به في القيمة لتقديم انعكاس لهذه التغييرات المتوقعة. ويكون من الأفضل إذا قام كبير المحللين بذكر التقييم الأصلي والمعدل في تقريره مع توضيحه لأسباب القيام بذلك التغيير.

هل عمل من هذا النوع يستحق عناء القيام به؟ إن إجابتنا عن هذا السؤال هي نعم بالتأكيد، ولكن قد تبدو أسبابنا في ذلك غريبة في نظر القارئ. إن الشك يساورنا إزاء مصداقية التقييمات التي يتم التوصل إليها بالنسبة لشركة صناعية تقليدية كبيرة كانت أو صغيرة. وسوف نوضح مدى صعوبة مثل هذا العمل في أثناء مناقشتنا لشركة الألومنيوم الأمريكية (ألكوا) في الفصل القادم.

ومع ذلك ينبغي عمل تلك التقييمات بالنسبة للأسهم العادية. ولكن لماذا؟ أولًا، يتحتم على المحللين الماليين عمل تقييمات حالية أو مستقبلية كجزء من عملهم الروتيني اليومي. وينبغي أن تكون الطريقة التي اقترحناها بمثابة نوع من أنواع التحسين للأساليب الأخرى المتبعة حاليًا. ثانيًا؛ لأن تلك التقييمات تمنح المحللين الذين يتبعون هذا الأسلوب الخبرة والتبصر المطلوبيْن. ثالثًا؛ لأن عملًا من هذا النوع قد يؤدي إلى كم هائل من الخبرة كما هي الحال بالنسبة لمجال الطب منذ أمد بعيد وقد يؤدي إلى تطبيق أساليب إجرائية أفضل. قد تكون أسهم المرفق العام مجالًا مهمًّا يسفر تطبيق هذا الأسلوب عليها عن نتائج عملية حقيقية. وفي الختام فإن المحلل الذكي سوف يقصر عمله على مجموعات الأسهم التي يبدو أنه يمكن التنبؤ بمستقبلها ، 234 أو تلك التي يكون هامش أمان قيمة أدائها السابق بالنسبة لسعرها الحالي مرتفعًا للغاية بحيث يمكنه أن يتنبأ بالتغيرات التي سوف تحدث في المستقبل كما يفعل عند اختياره للأوراق المالية الكبرى المضمونة تمامًا،

234 وحتى هذه الشركات ستكون معرضة لخطر التقلبات في معدلات الفائدة أو التغير في أسعار المواد الخام مثل البترول والمعادن. وأفضل الشركات التي يمكن عمل التنبؤات عليها هي شركات تصميم الألعاب ومستحضرات التجميل والمشروبات والرعاية المنزلية وشركات التخلص من النفايات.

سوف نعرض في الفصول التالية أمثلة واقعية لتطبيق

الأساليب التحليلية بغرض التوضيح فقط. فإذا شعر القارئ بأنها تثير اهتمامه فعليه متابعتها بانتظام ودقة قبل أن يعتبر نفسه مؤهلًا لإصدار قرار نهائي بشأن بيع أو شراء إحدى أوراقه المالية.

تعليقات على الفصل الحادي عشر

"هلا أخبرتني من فضلك أي سبيل عليَّ أن أسلك من هنا؟".

أجاب القط: "الأمر يعتمد إلى حد كبير على المكان الذي تقصدين الذهاب إليه من هنا".

ـ من قصة: لويس كارول : "أليس" في بلاد العجائب".

المجازفة بوضع سعر مستقبلي

ما العوامل التي تحدد مقدار ما يتحتم عليك أن تدفعه مقابل أحد الأسهم؟ ما الذي يجعل شركة ما تساوي ما يعادل عشرة أمثال أرباحها في حين تساوي أخرى ما يفوق أرباحها بعشرين مرة؟ كيف يمكنك الوثوق بأنك لا تبالغ في دفع ثمن مرتفع آملًا في وجود مستقبل وردي دون أن يتحول الأمر إلى كابوس مخيف فيما بعد؟

يرى "جراهام" أن هناك خمسة عناصر حاسمة 235 لابد أن تضعها في الحسبان وهي كالآتي:

235 نظرًا لقلة عدد المستثمرين الحاليين الذين يشترون، أو ينبغي أن يشتروا السندات الفردية، سوف نقصر هذه المناقشة على تحليل الأسهم. لمزيد من المعلومات عن صناديق السندات انظر التعليق على الفصل الرابع.

- • الاحتمالات بعيدة المدى الخاصة بالشركة.

- • مستوى كفاءة إدارة الشركة.
- • القوة المالية للشركة وهيكلها الرأسمالي.
- • سجل توزيعاتها.
- • معدل توزيعاتها الراهن.

دعونا نلق نظرة على تلك العوامل على ضوء الأوضاع الراهنة للسوق.

الاحتمالات بعيدة المدى يتحتم على المستثمر الذكي أن يبدأ بتحميل التقارير السنوية لخمس سنوات مضت على الأقل (استمارة K-10) من خلال موقع الشركة أو مـــن قاعـــدة بيـــانات EDGAR علـــى مـوقع 236 www.sec.gov. ، ثم قم بدراسة البيانات المالية جيدًا واجمع أدلـة سـوف تعينـك علـى الإجابة عن سؤالين ملحين وهما: ما الذي يجعل الشركة تنمو وتزدهر؟ من أين تأتي أرباحها (ومن أين سوف تأتي في المستقبل؟) من بين المشكلات التي يجب أن تتوخى الحذر منها:

236 ينبغي أن تحصل أيضًا على التقرير ربع السنوي لعـام كـامل (علـى اسـتمارة Q 10). إننـا نفتـرض أنـك مســتثمر "مغــامر" لـديك الاسـتعداد لتكـريس جـهدك ووقتـك لحـافظتك الماليـة. فإذا بـدا لـك أن الخطـوات الواردة في هذا الفصل تشكل عبئًا عليك فمعنى هذا أنك لسـت مؤهـلًا حتـى الآن لاختيـار أسهمك بنفسك. ولن تسـتطيع تحقـيق النتـائج المرجوة ما لم تبـذل الجهد المطلوب الذي أشرنا إليه.

الاستحواذ "إن متوسط عمليات استحواذ يربو على عمليتين أو ثلاث سنويًا يعد مؤشرًا على وجود مشكلات محتملة. فعلى أية حال من الأحوال إذا كانت الشركة نفسها تفضل شراء أسهم شركة أخرى بدلًا من أن تستثمر أموالها في أسهمها الخاصة، ألا يبعث ذلك برسالة لك مفادها أنه ينبغي عليك أنت أيضًا أن تبحث عن مكان آخر لاستثمار أموالك؟ عليك البحث في سجل الشركة عن عمليات الاستحواذ السابقة. احذر شره الشركات - أي الشركات التي تلتهم الشركات الأخرى ولكن سرعان ما تعاني عسر هضمها وتنتهي بها الحال بتقيؤها. ولقد كانت شركات مثل "لوسنت ماتل"، "كواكر أوتس"، و"تايكو إنترناشيونال"من بين تلك الشركات التي اضطرت إلى التخلي عن عمليات الاستحواذ التي قامت بها متكبدة بذلك خسائر فادحة. كما تقوم شركات أخرى بعمليات شطب ديون متكررة أو إلغاء نفقات محاسبية تثبت أنها بالغت فيما دفعته مقابل عمليات الاستحواذ السابقة التي قامت بها. ويعد ذلك نذير شؤم على أي تعاملات قد تتم في المستقبل 237 .

-

237 يمكنك الاطلاع على المزيد من التفاصيل في الجزء الخاص" بمناقشة الإدارة وتحليلها" في الاستمارة واعقد مقارنة بينها وبين الحاشية الموجودة (K-10) في البيانات المالية. ولمعرفة المزيد من التفاصيل عن معتادي "الاستحواذ" انظر التعليق على الفصل الثاني عشر.

- • أن تكون الشركة مدمنة لأموال الآخرين أي تقوم بالاقتراض أو بيع الأسهم لزيادة حجم أموال الآخرين. ويطلق على التدفقات المالية الضخمة لأموال الآخرين "تدفقات نقدية من أنشطة التمويل"في بيانات التدفقات النقدية في التقرير السنوي. ويضفي هذا الإجراء سمة الصحة على شركة ضعيفة وواهنة ويجعلها تبدو كأنها تحقق معدلات نمو، حتى إن لم تكن أنشطتها الرئيسية تحقق قدرًا كافيًا من النقد كما حدث مع "جلوب كروسينج"و "ورلد كوم"منذ فترة ليست بعيدة. [238]

-

[238] لمعرفة ما إذا كانت شركة "مدمنة لأموال الآخرين" أم لا قم بقراءة "بيان التدفقات النقدية" الموجودة ببيان النقد. هذه الصفحة تقوم بتقسيم التدفقات النقدية التي تدخل الشركة أو التي تخرج منها إلى "أنشطة تشغيلية" و"أنشطة استثمارية" و"أنشطة تمويلية" إن النقد الذي يتم الحصول عليه من الأنشطة التشغيلية يكون سلبيًا باستمرار أما النقد المتحصل من الأنشطة التمويلية فيكون إيجابيًا باستمرار؛ حيث من عادة الشركة محاولة الحصول على أموال نقدية أكثر مما باستطاعة نشاطها تحقيقه، ولا ينبغي لك الانضمام إلى ركاب من "يسهلون" ارتكاب هذه الإساءة المعتادة. لمعرفة المزيد من = = المعلومات عن شركة " جلوبال كروسينج" انظر التعليق على الفصل الثاني عشر. ولمعرفة المزيد عن "ورلد كوم " انظر هامش التعليق على الفصل السادس.

محددة من العملاء) لتحقيق عوائدها. وفي شهر أكتوبر عام 1999 تم بيع أسهم شركة "سيكامورنيت وركس" التي تقوم بتصنيع الألياف البصرية للعامة لأول مرة. ولقد كشفت النشرة الاقتصادية أن عميلًا واحدًا، وهو شركة "ويليامز للاتصالات" كان مصدر الشركة للحصول على 100% من إجمالى قيمة عوائدها التي تصل إلى 11 مليون دولار. ولقد قدر المتداولون بمنتهى البهجة والسعادة أسهم شركة "سيكامور"بـ 15 مليار دولار. ولكن لسوء الحظ أشهرت شركة "ويليامز" إفلاسها بعد سنتين من ذلك التاريخ، وعلى الرغم من أن شركة "سيكامور" وجدت عملاء آخرين فإن سهمها فقد 97% من قيمته بين عامي 2000 و 2002.

في أثناء دراستك لمصادر النمو والأرباح ابحث عن الجوانب الإيجابية والسلبية على حد سواء. ومن بين العلامات الجيدة التي يجب وضعها في الحسبان:

- • أن تتمتع الشركة بميزة تنافسية. إن بعض الشركات أشبه بالقلاع الواهنة التي من السهل أن يغزوها المنافسون والبعض الآخر أشبه بالحصن المنيع. وهناك عدة عوامل تسهم في تعزيز تحصينات الشركة 239 مثل تمتع علامتها التجارية بشخصية قوية (انظر إلى علامة شركة "هارلي ديفدسون" التي يقوم مشترو منتجاتها بطباعتها كوشم على أجسادهم) تحتكر أو تكاد تحتكر السوق. وتمتلك الاقتصاديات الضخمة أو القدرة على توفير كميات هائلة من السلع والخدمات بأسعار رخيصة (شركة جيليت على سبيل المثال تبيع

ملايين من ماكينات الحلاقة في جميع أنحاء المعمورة)، وأصول فريدة غير ملموسة. (شركة كوكا كولا التي لا توجد قيمة مادية ملموسة لوصفتها السرية للمشروبات الغازية التي لها مذاق معين ومع ذلك فإن لها سطوة لا تقدر بثمن على المستهلكين). ألا يكون هناك بديل عنها. (لا توجد لدى غالبية المشروعات بديل عن الكهرباء لهذا لن يتم الاستغناء عن شركات المرافق خلال أي وقت في المستقبل القريب) 240 .

-

239 ولمزيد من المعلومات عن "الشركات الحصينة" انظر الكتاب الكلاسيكى " *Competitive Strategy* " بقلم أ.د. مايكل إي. بورتر كلية إدارة الأعمال جامعة هافارد (فري برس نيويورك 1998).

240 انظر مقال "سيراس إيه. رامزاني"، و" لوك سونين " و"آلان يونج" " *Growth، Corporate Profitability and Value Creation" "Financial Analysts Journal* ديسمبر 2002 من ص 56 إلى ص 67 وعلى موقع http://cyrus.cob.calpoly.edu

- • أن تكون الشركة من أصحاب الخطى الحثيثة وليست من أصحاب القفزات المفاجئة. من خلال إلقائك نظرة على البيانات الخاصة بالدخل يمكنك معرفة ما إذا كانت العوائد وصافي الأرباح قد زادت في سهولة ويسر وباطراد خلال السنوات العشر الماضية. ولقد أكد المقال الذي نشر مؤخرًا في " *The Financial Analysts Journal*

"ما توصلت إليه الدراسات الأخرى ألا وهو: أن الشركات التي تحقق معدلات نمو سريعة تميل إلى التوهج ثم الاحتراق. فإذا كانت الأرباح تنمو بمعدل طويل الأجل يصل إلى 10% قبل فرض الضريبة (أو 6% أو 7% بعد فرضها) قد تكون دائمة. أما معدل الأرباح الذي يصل إلى 15% الذي تحدده العديد من الشركات فهو ضرب من الوهم. فضلًا عن أن المعدل المرتفع معدل نمو شديد الارتفاع خلال أحد الأعوام أو خلال عامين سوف يتلاشى بالتأكيد مثل جهود عداء الماراثون الذي يحاول أن يعدو السباق بأسره كأن المسافة لا تتعدى 100 متر.

-٠ أن تزرع الشركة وتحصد. مهما بلغت جودة منتجات الشركة أو قوة علامتها التجارية فلابد أن تنفق الشركة بعض المال على تطوير أنشطة جديدة. وعلى الرغم من أن البحث والتطوير لا يشكلان مصدرًا للنمو في الوقت الراهن فإنهما سوف يصبحان كذلك في المستقبل، خاصة إذا ما كان للشركة سجل دامغ على محاولتها تجديد دماء أنشطتها من خلال الأفكار والمعدات الجديدة. إن متوسط ميزانية البحث والتطوير تختلف باختلاف الصناعات والشركات؛ ففى عام 2002 أنفقت شركة "بروكتر آند جامبل"4% من صافي عائد مبيعاتها للبحث والتطوير في حين أنفقت شركة "ثري إم"6.5%، أما جونسون آند جونسون فقد أنفقت 10.9%. ولكن ينبغي الإشارة إلى أنه على المدى البعيد فإن الشركة التي لا تنفق مليمًا واحدًا على البحث والتطوير معرضة للمخاطر تمامًا مثل الشركات التي تنفق في هذا الشأن أكثر مما ينبغي.

جودة الإدارة ومسلكها، ينبغي على المديرين التنفيذيين للشركة أن يفصحوا عما سيقومون به ثم ينفذوا ما قالوه، لذلك عليك بقراءة التقارير السنوية الماضية لمعرفة تنبؤات المديرين وما حققوه منها على أرض الواقع. ويتحتم على المديرين الاعتراف بأخطائهم وتحمل المسئولية عنها بدلًا من أن يلقوا باللائمة على كل كباش الفداء الممكنة مثل "الاقتصاد" أو "عدم التأكد والشك"أو "ضعف مستوى الطلب". وعليك التيقن من أن لهجة خطاب رئيس الشركة ومحتواه ثابت لم يطله التغــيير مـع الأحـداث الأخـيرة التـي شـهدها "وول ستريت"وأدت إلى تواري العديد من الشركات. (عليك بتوجيه اهتمام خاص إلى سنوات الازدهار مثل عام 1999: هل أعلن مديرو شركات الأسمنت والملابس الداخلية فجأة عن أنهم "على شفا ثورة برمجية سوف تحدث انقلابًا"؟) .

وفيما يلي بعض التساؤلات التي سوف تعينك على معرفة ما إذا كان هؤلاء الأشخاص يديرون الشركة لما فيه مصلحة مالكيها أم لا:

- • هل يتطلعون للوصول للمرتبة الأولى؟

إن الشركة التي تدفع لمديرها التنفيذي 100 مليون دولار سنويًّا من الأفضل أن يكون لديها سبب وجيه لذلك (فربما يكون اكتشف وله حق اختراع إكسير الشباب أو ربما استطاع أن يتصل بكوكب آخر وتفاوض مع المخلوقات الفضائية لتوقيع عقد يلزمهم بشراء

جميع إمداداتهم من شركة واحدة فقط على كوكب الأرض!) إن لم يكن هذا هو الموقف فاعلم أن تلك الشركة يديرها المديرون لمصلحة أنفسهم فقط.

إذا كانت الشركة تقوم بإعادة تسعير (أو "إعادة إصدار"أو"تبديل ") خيارات أسهم العاملين بها فعليك الابتعاد عنها؛ ففي إطار عملية التبديل هذه تقوم الشركة بإلغاء خيارات الأسهم الحالية (التي لا قيمة لها) لموظفيها ومسئوليها التنفيذيين ثم تستبدل بها أخرى بأسعار مغرية لكن طالما كان الربح من ورائها مضمونًا ولا إمكانية للخسارة،إذن كيف يمكن لخيارات الأسهم التشجيع على الإدارة الجيدة لأصول الشركات؟ لذلك فإن أية شركة تقوم بإعادة تسعير الخيارات كما فعلت العشرات من شركات التكنولوجيا المتقدمة فإنها عار على جبين الشركات بأسرها، وأي مستثمر يشتري أسهمًا بتلك الشركات ليس أكبر من مجرد مغفل آخر ممن تمتلئ بهم سوق المال.

من خلال البحث في الحاشية الإلزامية التي يتضمنها التقرير السنوي للشركة عن خيارات الأسهم يمكنك أن تدرك إلى أي مدى "تجاوز المعروض من الخيارات الطلب". فعلى سبيل المثال أشارت شركة "إيه أو إل تايم ورنر"في صدر تقريرها السنوي أن قيمة الأسهم العادية القائمة اعتبارًا من 31 ديسمبر عام 2002 سوف تبلغ 4.5 مليار، ولكن جاء في متن التقرير أن الشركة قامت بإصدار خيارات بنحو 657 مليون سهم إضافي مما يعني أنه ينبغي قسمة الأرباح المستقبلية للشركة بين 15% من الأسهم الإضافية الأخرى. وينبغي عليك

تحليل العوامل الخاصة بسيل الأسهم الجديدة الناجمة عـن خيـارات الأسـهم عنـد تقييمـك وتقـديرك للقيمـة المستقبلية للشركة 241 .

241 "جاسون زفايج" هو أحد موظفي شركة "إيه أوه إل تـايم ورنـر" وهو من حملة الخيـارات فـي الشـركة. لمعرفة المزيد من التفاصيل حول كيفية عمل خيارات الأسهم انظر التعليق على الفصل 19.

إن "الاستمارة رقم 4"، المتاحة من خلال قاعدة بيانات " EDGAR" بالموقع www.sec.gov تبين ما إذا كان كبار المسـئولين التنفيـذيين بالشـركة والمـديرون يشـترون الأسـهم أم يبيعونـها. قد تكون هناك أسباب مشروعة لقيام أحد مسئولي الشركة ببيع الأسهم بغرض التنويع مثلًا أو شراء منزل أكبر أو لتسوية قضية طلاق ولكن عمليات البيع الضخمة المتكررة تعد بمثابة راية حمراء تدل على الخطر الوشيك. ولا يمكن للمدير أن يكون شريكك الشرعي إذا ما استمر في البيع استمررت أنت في الشراء.

-• هل هم مديرون بحق أم مجرد أبواق دعاية؟

ينبغي على المديرين التنفيذيين أن يقضوا جل وقتهم في إدارة شئون شركاتهم لا أن يتحولوا لأبواق دعاية تـروج للشـركة أمـام عامة المستثمرين. إن المسئولين التنفيـذيين يشـتكون مـن أن أسـهم الشـركة دائـمًا مـا يبخـس حقـها مـهما ارتفعـت قيمتـها متناسـين إصرار

السهم من أن يرتفع ارتفاعًا شديدًا أو ينخفض انخفاضًا شديدًا 242 ، وفي الوقت نفسه يقوم عدد هائل من كبار المسئولين التنفيذيين بعمل "دليل للأرباح"بهدف تخمين الأرباح ربع السنوية للشركة. إن بعض الشركات تفرط في الاهتمام بالتفاصيل الدقيقة وفي إصدار البيانات الصحفية التي تتباهى فيها بكل "فرصة"مهما كانت مؤقتة أو تافهة أو حتى افتراضية.

242 انظر الملحوظة (19) في التعليق على الفصل التاسع عشر.

لقد بدأت حفنة من الشركات بما في ذلك شركة "كوكاكولا" و "جيليت"و "يو إس إنتر أكتيف" برفض أسلوب تفكير "وول ستريت" القاصر الذي لا ينظر إلى أبعد من أسفل قدميه. إن تلك المؤسسات القليلة التي تتحلى بالشجاعة بدأت تكشف النقاب عن المزيد من تفاصيل ميزانياتها الحالية وخططها طويلة المدى في الوقت الذي ترفض فيه التكهن بما قد يحدث خلال الأيام التسعين القادمة. (للاطلاع على نموذج لكيفية تعامل شركة ما مع حملة أسهمها بصراحة وإنصاف قم بزيارة قاعدة بيانات " EDGAR "بموقع www .sec.gov ، انظر تقارير (k 8) التي أعدتها مؤسسة "أكسبيد تورز إنترناشيونال واشنطن"والتي تعرض فيه حواراتها البديعة مع حملة الأسهم على هذا الموقع).

وفي الختام عليك أن تتساءل ما إذا كانت الممارسات المحاسبية للشركة تهدف إلى جعل نتائجها المالية تتسم بالشفافية أم بالغموض فإذا ظلت مصطلحات

مثل "رسوم غير متكررة"يتكرر ظهورها أو ظهرت بنود غير عادية "بصورة اعتيادية"فإن ألفاظًا، مثل "الأرباح المحققة قبل الضرائب والفائدة"تحتل مكان الصدارة بدلًا من الدخل أو يتم استخدام الأرباح "الصورية" لإخفاء الخسائر الفعلية. عندئذٍ ينبغي أن تعلم أنك أمام شركة لم تتعلم بعد كيف تعطي الأولوية مصالح حملة الأسهم طويلة المدى 243 .

243 لمعرفة المزيد عن تلك الموضوعات انظر التعليق على الفصل الثاني عشر والمقال الرائع بقلم " جوزيف فولر" و"مايكل سي. جينسون" بعنوان " Just say NO to Wal Street " بموقع http://papers.ssrn.com..

القوة المالية والهيكل الرأسمالي. إن أفضل تعريف للمشروع الجيد هو: أنه النشاط الذي يولِّد نقدًا أكثر مما يستهلكه. فالمديرون الجيدون ما انفكوا يعثرون على أساليب تمكنهم من حسن استغلال ذلك النقد في أغراض نافعة. وعلى المدى البعيد فإن الشركات التي ينطبق عليها هذا التعريف من المؤكد أنها سوف تربي قيمتها مهما كانت أوضاع السوق.

لذلك عليك بالبدء بقراءة بيان تدفقات النقد الذي يتضمنه التقرير السنوي للشركة. وحاول معرفة ما إذا كان النقد الناتج من أنشطة الشركة زاد باطراد خلال السنوات العشر الماضية، ثم يمكنك أن تمضي في بحثك عن بنود أخرى لقد رَوَّجَ "وارن بافيت" لمفهوم "أرباح المالك"أو صافي الدخل بالإضافة إلى نفقات الإهلاك مطروحة منه النفقات الرأسمالية العادية. وعلى حد

المالية عليك أن تحدد ما إذا كان الدين طويل الأمد بسعر فائدة ثابت (بمدفوعات فائدة ثابتة) أم متغير (بمدفوعات متقلبة يمكن أن تكون مكلفة إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة).

عليك أن تبحث في التقرير السنوي عن بيان أو إشارة لـ "نسبة الأرباح إلى الرسوم الثابتة". إن البيان الخاص "بأمازون دوت كوم"الوارد في التقرير السنوى لعام 2002 يوضح أن أرباح "أمازون"هبطت بما يعادل 145 مليون دولار ولم تنجح في تغطية تكاليف الفائدة. وفي المستقبل ينبغي على شركة "أمازون"إما أن تحقق أرباحًا تفوق ما تزاوله من أنشطة أو تعثر على سبيل للاقتراض بفائدة منخفضة وإلا سقطت الشركة لقمة سائغة، ليس في أفواه حملة الأسهم، بل حملة السندات الذين يمكنهم المطالبة بحقوقهم في أصول "أمازون"إذا لم تكن هناك وسيلة أخرى لضمان مدفوعات الفائدة المستحقة على الشركة (وللعدالة نقول إن نسبة أرباح "أمازون"إلى أرباحها الثابتة كانت أفضل مما كانت عليه في عام 2002 عنها منذ عامين قبل ذلك التاريخ؛ حيث أخفقت في تغطية مدفوعات دينها بما يعادل 1.1 مليار دولار. بضع كلمات قلائل حول توزيعات وسياسة الأسهم: (لمزيد من المعلومات انظر الفصل التاسع عشر):

- • أن تثبت لك الشركة أنه من الأفضل ألا تدفع لك توزيعات. إذا تفوق أداء الشركة باستمرار في أثناء أوضاع السوق حلوها ومرها، فذلك يعني أن مديريها يحققون أقصى استفادة من النقد. أما إذا ما تعثرت

خطى الشركة أو هبط مستوى أداء السهم عن مستوى أداء منافسيه، فيعني ذلك أن المديرين يسيئون استخدام النقد من خلال رفضهم دفع التوزيعات.

- • الشركات التي تقوم بتقسيم أسهمها باستمرار وتروج لها في بياناتها الصحفية تعامل المستثمرين على أنهم بلهاء. ومثل الدب يوجي، الذي أراد أن يتم تقطيع فطيرة البيتزا التي اشتراها إلى أربع شرائح؛ لأنه يقول: "لا أعتقد أنني أستطيع أن أتناول ثماني شرائح" لذلك فإن حملة الأسهم الذين يحبون تقسيم الأسهم لا يستوعبون هذه النقطة. إن حصتين من سهم واحد ثمنهما 50 دولارًا لا تساويان أكثر من حصة واحدة لسهم ثمنه 100 دولار. إن المديرين الذين يلجأون إلى أسلوب التقسيم للترويج لأسهمهم يعطون أسوأ صورة لأنفسهم أمام عامة المستثمرين، وعلى المستثمر الذكي أن يفكر مليًّا قبل أن يسلم أي أموال إلى هؤلاء المتلاعبين المخادعين 244 .

-

244 ستتم مناقشة تقسيم الأسهم بمزيد من التفصيل في الفصل 13.

- • ينبغي على الشركات إعادة شراء أسهمها عندما تكون رخيصة الثمن، ليس وهي تكاد تقترب من أعلى مستوياتها. ولكن لسوء الحظ أصبح من المعتاد الآن أن تطارد الشركة أسهمها عندما يتم الإفراط في تقدير أسعارها. ولا يوجد أسلوب أشد مكرًا لتبديد الأموال النقدية للشركة؛ حيث إن الهدف الحقيقي لهذه المناورة

هو مساعدة كبار المسئولين التنفيذيين للشركة على قطف ثمار أيام التسوية التي تبلغ قيمتها عدة ملايين من خلال بيع خيارات أسهمهم بدعوى "تعزيز قيمة أسهم حملة الأسهم".

هناك قدر هائل من الأدلة الدامغة على أن المديرين الذين يتحدثون عن "تعزيز قيمة أسهم حملة الأسهم"نادرًا ما يفعلون ذلك. وفي عالم الاستثمار، كما في الحياة، يكون النصر من نصيب رجال الأفعال لا الأقوال.

الفصل 12

أشياء يجب وضعها في الحسبان عند النظر إلى ربحية السهم

سوف يبدأ هذا الفصل بنصيحتين قيمتين نهمس بهما في أذن المستثمر وإن كان ما باليد حيلة إزاء ما تنطوي عليه آثارهما من تناقض. وأولى هاتين النصيحتين هي: لا تأخذ أرباح عام واحد فقط على محمل الجد، أما النصيحة الأخرى فهي إذا ما ألقيت بالًا إلى الأرباح متوسطة المدى، فاحذر الشرك الذي قد تطؤه قدماك عند النظر إلى أرقام الأرباح التي يحققها كل سهم من الأسهم على حدة. ولكن إذا ما وضع التحذير الأول الذي أطلقناه في الحسبان فإن التحذير الآخر يصبح بلا قيمة. ونحن نحمِّل المساهمين ما لا يطيقون عندما نتوقع أن يتخذوا قراراتهم بناءً على السجل طويل المدى والاحتمالات طويلة المدى أيضًا، فالأرقام ربع السنوية، والأرقام السنوية على وجه الخصوص، تحظى باهتمام بالغ داخل الدوائر المالية؛ لذلك يصبح من الصعب على المستثمر أن يحسم أمره ويتخذ قراره بمعزل عنها وبدون أن يكون لها أي تأثير في أسلوب تفكيره. وقد يحتاج المستثمر إلى بعض التوعية في هذا الإطار نظرًا لما تنطوي عليه تلك الأرقام من احتمالات مضللة.

وفي الوقت الذي تتم فيه كتابة هذا الفصل يكون تقرير أرباح شركة أمريكا للألومنيوم (A L C O A) لعام 1970 قد نشر في جريدة *Wall Street Journal* . وأول الأرقام

التي ظهرت هي:

ارباح الاسهم ا عام 1970 1969
5.20 دولار 5.58 دولار

إن حرف " أ " المطبوع بحجم صغير في البداية قد تم تفسيره في الحاشية على أنه بمثابة إشارة إلى "الأرباح الأولية" قبل الإشارة إلى الرسوم الخاصة. (أو النفقات الخاصـــة). بالإضـافة إلـى الملحوظـة السـابقة، فـإن الملحوظات الواردة في الحاشية تضم معلومات تفوق في حجمها المساحة التي تحتلها الأرقام ذاتها بما يعادل الضعف.

لقد بلغت ربحية السهم خلال الفترة التي امتدت طوال ربع السنة الأخير 1.58 دولار عام 1970 بالمقارنة بـ 1.56 دولار عام 1969.

لـذلك فـإن المسـتثمر أو المضارب الذي يولي اهتمامًا بأسهم شركة ALCOA [شركة أمريكا للألومنيوم] سوف يحدث نفسه عند قراءة تلك الأرقام قائلًا: "هذه أرباح لا بـأس بـها". لقـد كنـت أعلم أن عـام 1970 شـهد حـدوث كساد في أسواق الألومنيوم ولكن الفترة ربع السنوية الرابعة تشير إلى حدوث ارتفاع في أرباح عام 1969؛ حــيث بلــغ معــدل الـربح 6.32 دولار سـنويًا. حسـنًا! فلنستعرض الأمر إذن، دعونا نر: إن سعر السهم بلغ 62 دولارًا، ولكـن لـماذا؟ فـهذه القيمـة تنخفض بما يعـادل عشرة أمثال قيمة معدل الأرباح؛ مما يجعل السهم يبدو رخيص الثمن للغاية، وبالمقارنة بمؤشر نيكل الدولي فإن سعره يقل عن ذلك المؤشر بما يقدر بست عشرة مرة...

إلخ".

ولكن لو أن صديقنا المستثمر المضارب كلف نفسه عناء قراءة جميع المعلومات التي وردت في حاشية الصفحة لاكتشف أن هناك أربعة أرقام أخرى لربحية السهم لعام 1970 وليس رقمًا واحدًا فقط وهي:

	عام 1970	1969
الأرباح الأولية	$ 5.20	$ 5.58
صافي الدخل (بعد حساب الرسوم الخاصة)	4.32	5.58
تخفيف كامل قبل حساب الرسوم الخاصة	5.01	5.35
تخفيف كامل بعد حساب الرسوم الخاصة	4.19	5.35

أما بالنسبة للفترة ربع السنوية الرابعة فقد ورد رقمان فقط:

	عام 1970	1969
الأرباح الأولية	$ 1.58	$ 1.56
صافي الدخل (بعد حساب الرسوم الخاصة)	0.70	1.56

ولكن ماذا تعني كل هذه الأرباح الإضافية؟ وأيها تمثل الأرباح السنوية الحقيقية أو الأرباح عن فترة ربع شهر ديسمبر؟ فإذا ما أخذنا الرقم الأخير الذي يصل إلى 70 سنتًا والذي يمثل الدخل الصافي بعد حساب الرسوم الخاصة فإن معدل الأرباح السنوي سوف يصل إلى 2.80 دولار بدلًا من 6.32 دولار، في حين أن السعر الذي بلغ 62 سوف يفوق قيمة الأرباح" باثنتين وعشرين مرة" بدلًا من عشرة أمثال القيمة التي بدأنا بها.

وعلى ضوء ما سبق يمكن الإجابة عن ذلك الجزء من السؤال الذي يتعلق "بالأرباح الحقيقية" لشركة ALCOA في سهولة ويسر. إن خفض الأرباح من 5.20 دولار إلى 5.01 دولار لافساح المجال أمام الآثار المترتبة على

عملية "التخفيف" أمر لا مفر منه بصورة واضحة. ولقد تم تحويل قدر هائل من إصدارات سندات شركة ALCOA إلى أسهم عادية، ولحساب قوة "ربح" السهم العادي بناء على نتائج عام 1970 ينبغي علينا الافتراض في هذا المقام أنه سوف يستفاد من ميزة التحويل إذا ما ثبتت جدواها في زيادة أرباح حملة السندات إن هم فعلوا ذلك، ولكن تجدر الإشارة هنا إلى أن المبلغ المشار إليه في حالة شركة " ALCOA "ضئيل نسبيًا ويكاد لا يستحق الحديث عنه باستفاضة. ومع ذلك، في حالات أخرى، فإن إتاحة المجال أمام منح حقوق التحويل إلى جانب وجود صكوك شراء الأسهم من شأنها خفض الأرباح الظاهرة إلى النصف أو أكثر. وسوف نورد فيما يلي أمثلة على عامل تضخيم عدد الأسهم بإصدارات جديدة بصورة ملموسة حقًا (إن الخدمات المالية لا تسير على نسق واحد دائمًا في سماحها لعنصر التخفيف عن طريق تضخيم عدد الأسهم في تقاريرها وتحليلاتها) 245 .

245 إن مصطلح "التخفيف عن طريق تضخيم أعداد الأسهم" يعد أحد المصطلحات العديدة المستخدمة لوصف الأسهم بلغة آليات الأموال "السائلة". وعندما تقوم شركة بطرح أسهمها للاكتتاب العام عندئذٍ يطلق على تلك العملية مصطلح "تعويم" الأسهم. وكان يطلق فيما مضى على الشركة التي تخفف أسهمها بصورة جذرية (عن طريق الأعداد الهائلة من الديون القابلة للتحويل أو عمليات الطرح المتعددة للأسهم العادية) بأنها قامت بتضخيم حجم سهمها كأنها ورقة بالماء.

ويقال إن الذي ابتدع هذا المصطلح في الأصل هو المضارب الأسطوري "دانيال درو" (1797 - 1879) الذي بدأ نشاطه كتاجر ماشية؛ حيث كان يقود ماشيته نحو الجنوب صوب مدينة مانهاتن، وفي أثناء الطريق كان يجبرها على تناول كميات من الملح قسرًا حتى تتجرع كميات هائلة من الماء عندما تصل إلى نهر "هارلم" لكي تروي ظمأها، وعندئذٍ كان يتوجه بها إلى السوق وقد زاد وزنها بفعل ما شربته من ماء وهكذا كان يبيع ماشيته بأسعار باهظة؛ نظرًا لأن الماشية كانت تُباع آنذاك على حسب الوزن. ولقد قام "درو" أيضًا بتضخيم سهم شركة إري ريل رود للسكك الحديدية عن طريق إصدار عدد هائل من الأسهم الجديدة بدون سابق إنذار.

والآن فلننتقل لتناول موضوع "الرسوم الخاصة" بالحديث. إن رقم 18800000 دولار أو 88 سنتًا للسهم، الذي يتم خصمه في فترة الربع الرابع، له أهميته. ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هو: هل يتم تجاهله كلية أم ينظر إليه على أنه نوع من الانخفاض في الأرباح أم يتم وضعه في الحسبان بصورة جزئية وتجاهله أيضًا بصورة جزئية؟ إن المستثمر الذي يتحلى باليقظة قد يسأل نفسه كيف تفشت عمليات إلغاء الرسوم الخاصة وانتشارها انتشار النار في الهشيم بعد عام 1970 وليس في الأعوام السابقة؟ فهل من الممكن أن يدًا إيطالية 246 خفية امتدت إلى عمليات المحاسبة ولكن في حدود المسموح به بالطبع كما هي العادة؟ فعندما ننظر بإمعان قد نجد أن تلك الخسائر، التي تم احتسابها قبل وقوعها بالفعل يمكن تفاديها كما هي بدون أن يكون لها

أي آثار غير سارة على "الأرباح المبدئية" الماضية أو تلك التـي تتحقـق فـي المستقبل. وفـي بعـض الحـالات المتطرفة يمكن الاستفادة منها لجعل الأرباح التي تلي ذلك تبدو ضعف حجمها الحقيقي عن طريق التلاعب بصورة خفية في الضريبة المستحقة على تلك الأرباح.

246 يشـير "جراهـام" إلـى دقـة ومـهارة النحـاتين الإيطـاليين المـهاجرين الـذين كـانوا يتـولون تزيـين واجهات المباني في جميع أنحاء مدينة نيويورك في أوائل القرن التاسع عشر، والتي لولاهم لظلت مباني المدينة قبيحة. وبالمثل فإن المحاسبين، شأنهم في ذلك شـأن هـؤلاء النحـاتين الإيطـاليين، يمكنـهم لـيَّ عنـق الحقـائق الماليـة البسـيطة وتحويلها إلى أنماط مالية معقدة وغير مفهومة.

عنـد تنـاول الرسـوم الخاصـة لشـركة ALCOA ينبغـي التركيز على معرفة مصدر تلك الرسوم في المقام الأول؛ لذلك سوف تجد أن المعلومات التي وردت في الحاشية محـددة بصـورة كافيـة؛ فتلـك التخفيضـات لـها أربعة مصادر:

1 - 1. تقديرات الإدارة الخاصة بالتكاليف المتوقعة لإغلاق قسم المنتجات الصناعية.
2 - 2. تقديرات الإدارة الخاصة بالتكاليف المتوقعة لإغلاق مصانع المسبوكات التابعة للشركة.
3 - 3. تقديرات الإدارة الخاصة بالتكاليف المتوقعة للخسائر الناجمة عن الإلغاء التدريجي لشركة " ALCOA

" للائتمان.

4 - 4. تكاليف تقدر بـ 5.3 مليون دولار، والتي تتعلق باستكمال تنفيذ عقد "جدار عازل".

إن جميع هذه العناصر ترتبط بالتكاليف والخسائر المستقبلية؛ لذلك يصبح من السهل القول إنها لا تعد جزءًا من "نتائج التشغيل المنتظمة" لعام 1970 ، ولكن لو أنها كذلك فما الفئة التي تندرج تحتها؟ وهل هذه التكاليف والخسائر "غير عادية وغير متكررة" بصورة تجعلها لا تندرج أسفل أية فئة على الإطلاق؟ إن مشروعًا واسع الانتشار مثل شركة ALCOA يبلغ حجم نشاطه 1.5 مليار دولار سنويًا لابد أن به العديد من الأقسام والإدارات إلى جانب الشركات الأخرى؛ لذلك سوف يكون من الطبيعي أن تتكبد شركة أو أكثر من هذه الشركات الخسائر مما يستلزم إغلاقها، ولن يكون ذلك أمرًا استثنائيًا، أليس كذلك؟ شأن تلك الشركات في ذلك شأن أمور أخرى كثيرة مثل عقد إقامة أحد الحوائط. لنفرض على سبيل المثال أن جزءًا من نشاط شركة ما قد تعرض للخسارة في أي وقت من الأوقات ولكنها قامت باحتسابها على أنها "بند خاص" وهكذا تقوم بتسجيل "أرباحها المبدئية" للسهم بحيث لا تتضمن سوى عقودها وصفقاتها المربحة فقط مثل ساعة الملك إدوارد السابع الشمسية التي لم تكن عقاربها تشير إلا "للساعات المشمسة" فقط من اليوم 247 .

247 قد يكون الملك قد استوحى فكرة هذه الساعة من المقال ذائع الصيت الذي كتبه في يوم من الأيام المؤلف الإنجليزي "ويليام هازليت" الذي تأمل إحدى الساعات

الموجودة بالقرب من مدينة البندقية الإيطالية وقد نُقشت عليها الكلمات التالية: "عقاربي لا تشير إلا إلى ساعات الهدوء والصفاء فقط"، لذلك فالشركات التي تستبعد الأنباء السيئة من نتائجها المالية بحجة أن الأحداث السلبية "ظروف استثنائية" أو "غير متكررة" تكتب كلمات "هازليت" الذي حث بها قراءه قائلًا: "يجب أن نتغافل عن عقارب الزمن ولا نرنو بأعيننا إلا لما نجنيه من ثماره فقط، يجب ألا ترى عيوننا سوى بسمات القدر ولابد أن نغض الطرف عن عبوسه. يجب أن نقيم عماد حياتنا على اللحظات المضيئة الحانية فقط، ونولي وجوهنا شطر الجانب المشرق من الحياة وندع ما عداه يتلاشى من مُخيلتنا لتذروه الرياح بعيدًا مُسدلين عليه ستائر النسيان" ! (مقال "ويليام هازليت" " *On a Sun - Dial* " 1827)، ولكن لسوء الحظ ينبغي على المستثمرين أن يعدوا الساعات المشرقة والمظلمة على حد سواء.

وينبغي على القارئ أن يضع نصب عينيه سمتين من السمات العبقرية للإجراء الذي اتخذته شركة ALCOA الذي تناولناه بالحديث، وأولى هاتين السمتين هي أنه من خلال توقع الشركة للخسائر التي قد تتعرض لها في المستقبل فإنها تفلت من شَرَكِ ضرورة قيد هذه الخسائر أسفل عام محدد بعينه؛ لذلك فتلك الخسائر لم تقيد في عام 1970؛ لأنها في حقيقة الأمر لم تقع في ذلك العام، ولن تظهر كذلك في العام الذي وقعت فيه لأنه قد تم الاستعداد لها بالفعل. عمل بديع ولكن أليس به قدر من التضليل إلى حد ما؟

إن حاشية التقرير الذي ورد عن ALCOA لم تذكر شيئًا البتة عن ادخار مبلغ من تلك الخسائر لسداد الضرائب في المستقبل (إن غالبية البيانات الأخرى من ذلك النوع تشير بالتحديد إلى أنه قد تم إلغاء آثار "ما بعد الضرائب فقط")؛ لذلك إذا كانت أرقام شركة ALCOA تمثل الخسائر المتوقعة في المستقبل قبل خصم الضريبة المستحقة عليها، فإن الأرباح المستقبلية لن تتخلص من ثقل هذه الرسوم فحسب (حيث قد تم تحملها بالفعل)، وإنما ستزيد بعد خصم الضريبة المستحقة عليها بنسبة 50%، ولكن من الصعب تخيل تطبيق هذا النظام عند التعامل مع الحسابات. ولكن تجدر الإشارة هنا إلى أن شركات معينة تكبدت خسائر هائلة في الماضي تمكنت من تسجيل أرباح مستقبلية بدون أن تفرض عليها الضرائب العادية؛ مما يجعل أرباحها تبدو في صورة أبهى بالطبع على الرغم من أن تلك الأرباح تعتمد بصورة متناقضة على مثالب الماضي (ولكن يتم تسجيل الضرائب المستحقة الناجمة عن خسائر السنوات الماضية حاليًا بصورة منفصلة على أنها "بنود خاصة"، ومع ذلك سوف تدخل الإحصائيات المستقبلية على أنها جزء من "صافي الدخل" النهائي. ولكن لا ينبغي أن يشكل المبلغ الاحتياطي الذي تم تخصيصه حاليًا لتغطية الخسائر المستقبلية إذا كان عبارة عن صافي الخصم الضريبي المتوقع مثل هذا النوع من الإضافات إلى دخل السنوات التالية).

أما السمة العبقرية الأخرى فتتمثل في قيام شركة ALCOA والعديد من الشركات الأخرى باستغلال نهاية

عام 1970 للقيام بإلغاء حسابات تلك الرسوم الخاصة. ولقد شهدت سوق البورصة ما بدا كأنه حمام دم للشركات في النصف الأول من عام 1970؛ فلقد توقع الجميع أن تحقق غالبية الشركات نتائج سيئة خلال ذلك العام. ولكن كان وول ستريت يتوقع آنذاك تحقيق نتائج أفضل خلال عامي 1971 و 1972... إلخ. لذلك كان أمرًا رائعًا أن يتم اتخاذ ترتيبات جيدة لحساب أكبر قدر ممكن من الرسوم خلال العام السيئ الذي تم إلغاء وجوده من الأذهان وطواه النسيان تاركًا الساحة خالية أمام الأرقام الضخمة لتظهر أمام الأعين خلال السنوات القليلة القادمة، وقد يكون ذلك أسلوبًا محاسبيًّا جيدًا وسياسة رائعة لمزاولة النشاط التجاري والصناعي ويصب في مصلحة العلاقة القائمة بين إدارة الشركة والمساهمين، ولكن الشكوك تساورنا إزاء هذا الأسلوب.

إن اللجوء إلى خليط من العمليات شديدة التنوع (أو التي ينبغي أن تكون شديدة التنوع) والعين تتجه بنظرها صوب عمليات الإصلاح الداخلية في نهاية عام 1970 أدى إلى ظهور بعض من أغرب المعلومات التي يمكن أن تتضمنها حواشي التقارير السنوية. إن القارئ قد يجد بعض المتعة والتسلية عند اطلاعه على التفسير التالي الذي أوردته إحدى شركات بورصة نيويورك (التي سوف يظل اسمها مجهولًا) لبنودها الخاصة التي بلغ مجموع قيمتها 2357000 دولار أو ما يقرب من ثلث قيمة الدخل قبل إلغاء الرسوم: "تتكون هذه البنود من خلال القيام بإنهاء أنشطة سبالدينج يونايتد كينجدام وعملياتها وتنفيذ عملية إعادة تنظيم

أحد الفروع، وتكاليف بيع شركة لتصنيع ملابس الأطفال الداخلية والصدريات. والتنازل عن الفوائد الجزئية في إحدى منشآت تأجير السيارات الإسبانية إلى جانب القيام بتصفية نشاط تأجير قوارب التزحلق 248 " .

248 إن الشركة التي يشير إليها "جراهام" هي شركة "أمريكان ماشين آند فاوندري" على ما يبدو، والتي تعد أحد أكثر تكتلات أواخر فترة الستينيات ارتباكًا. وتعتبر كذلك في الوقت نفسه الشركة الرائدة لشركة إيه إم إف بولينج وورلدوايد والتي تقوم بتجهيز ممرات لعبة البولينج وتصنيع معداتها.

منذ سنوات خلت اعتادت الشركات القوية أن تخصص "مبالغ احتياطية" للطوارئ تستقطعها من أرباح السنوات السمان لمواجهة بعض من آثار سنوات الكساد العجاف التي قد يحملها المستقبل في جعبته. وكان الهدف الأساسي من وراء هذه السياسة هو تحقيق التوازن بين الأرباح التي يتم تسجيلها، بشكل ما أو بآخر، وتحسين مستوى عنصر الثبات والاستقرار في سجل الشركة وتاريخها. وهو دافع نبيل كما يبدو، ولكنَّ المحاسبين اعترضوا على هذا الأسلوب الذي يخفض الأرباح الحقيقية وهم على صواب في اعتراضهم هذا تمامًا. وأصروا على أن يتم تقديم النتائج السنوية كما هي بدون أدنى تغيير سواء كانت تلك النتائج جيدة أو سيئة وطرحها أمام المساهمين والمحللين للقيام بعمليات التوسيط أو الموازنة بأنفسهم. ولكن يبدو أننا نشهد حاليًا وجه العملة الآخر لهذه الظاهرة، فالجميع يقومون بعمليات الإلغاء بقدر ما يستطيعون وقد تناسوا

عام 1970؛ وذلك لكي لا يبدأوا عام 1971، وقد برأوا ساحتهم تمامًا فحسب، بل ليظهروا أيضًا بمظهر المستعد لتحقيق ربحية سهم مُرضية خلال السنوات القادمة.

حان وقت العودة إلى سؤالنا الأول، ما الأرقام الحقيقية للأرباح التي حققتها شركة ALCOA في عام 1970؟ والإجابة الدقيقة عن ذلك السؤال هي: 5.01 دولار للسهم بعد "التخفيف" وما يقل عن ذلك الجزء من 82 سنتًا من قيمة "الرسوم الخاصة" الذي قد يعزى وجوده إلى بعض الظروف التي شهدها عام 1970. ولكننا لا نعلم ماهية ذلك الجزء على وجه الدقة، ولذلك لا يمكننا تحديد الأرباح الحقيقية لذلك العام وكان لابد أن تقوم الإدارة والمراجعون بإبداء آرائهم حول هذه النقطة، إلا أنهم لم يفعلوا ذلك. وفوق هذا وذاك كان ينبغي على كل منهم تفسير سبب خصم ميزان تلك الرسوم من الأرباح العادية لعدد مناسب من السنوات القادمة، خمس سنوات على سبيل المثال وليس أكثر من ذلك. ولكن من الواضح أنهم لن يفعلوا ذلك أيضًا خاصة بعدما تخلصوا من المبلغ كله، وأراحوا أنفسهم منه باعتباره رسمًا خاصًا من رسوم عام 1970.

إن المستثمرين الذين يتصفون بقدر أكبر من الجدية يأخذون أرقام أرباح كل سهم كما هي، وهو الأمر الذي يستلزم ضرورة توخي الحذر من العوامل المحاسبية بجميع أنواعها التي قد تعرقل القدرة على مقارنة الأرقام ببعضها. ولقد أشرنا من قبل إلى ثلاثة أنواع من تلك العوامل وهي: استخدام الرسوم الخاصة التي قد لا

تعكسها ربحية السهم، وانخفاض قيمة خصم ضريبة الدخل العادي بسبب الخسائر السابقة، " التخفيف " الذي يتوارى بين طيات المقادير الهائلة من الأوراق المالية أو الصكوك القابلة للتحويل. أما العنصر الرابع الذي كان له تأثير ملموس في الذي يتم تسجيله من أرباح في الماضي فهو أسلوب التعامل مع الإهلاك الذي يحتل موقعًا وسطًا بين "الخط المستقيم" والجداول "المعجلة". لن نتناول هذه النقطة بالتفصيل في هذا المقام ولكن كمثال حي على ما نقول يمثل أمامنا في الوقت الذي نسطر فيه كلمات هذا الكتاب هو تقرير شركة تراين لعام 1970. لقد حققت هذه الشركة زيادة في ربحية السهم بلغت 20% خلال عام 1969 أو ما يعادل 3.29 دولار مقابل 2.76 دولار فيما مضى، ولكن نصف قيمة تلك الزيادة جاء من العودة إلى معدلات إهلاك الخط العادي القديمة، وهو أسلوب أخف وطأة على الأرباح من أسلوب الجداول المعجلة الذي تم استخدامه العام الذي سبقه (سوف تستمر الشركة في استخدام المعدل المعجل في إقرارها الضريبي مما يمكنها من تأجيل سداد مبالغ ضريبة الدخل اعتمادًا على الفرق بين هذين الأسلوبين) ومن العناصر الأخرى التي قد تكون لها أهميتها في بعض الأحيان هو الاختيار بين إلغاء تكاليف البحث والتطوير في العام الذي تم تحملها فيه بالفعل أو استهلاكها خلال عدة سنوات. وفي الختام تجدر الإشارة هنا إلى أساليب تقييم المخزون التي تنقسم إلى أسلوبين أولهما: أسلوب "الوارد أولًا، يصرف أولًا"، أما الآخر فأسلوب "الوارد أخيرًا، يصرف أولًا". [249]

249 ينبغي أن ينتبه المستثمرون في الوقت الراهن إلى العديد من " عناصر المحاسبة " الأخرى التي قد تشوب الأرباح التي يتم تسجيلها. ومن بين تلك العوامل البيانات التي تبدو كأنها بيانات مالية تسجل فيها أرباح الشركة كأن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولًا عامًا لم يراع تطبيقها. أما العنصر الثاني فهو آثار التخفيف الناجمة عن إصدار الملايين من خيارات الأسهم لأغراض الاستهلاك التنفيذي ثم القيام بإعادة شرائها للحيلولة دون انخفاض قيمة السهم العادي من جراء إصدار تلك الخيارات. أما العنصر الثالث فيتمثل في الافتراضات غير الواقعية بتحقيق عائد من صناديق معاش الشركة التي قد تقوم بخفضها خلال السنوات العجاف. ومن العناصر الأخرى التي ينبغي الإشارة إليها كذلك عنصر "الكيانات التي يتم إنشاؤها لغرض خاص" أو الشركات الحليفة أو شركات التضامن التي تقوم بشراء الأصول الخطيرة أو خصوم الشركة، وبالتالي يتم "استبعاد" تلك المخاطر المالية من الميزانية العمومية للشركة. وهناك عنصر تشويش إضافي آخر يتمثل في التعامل مع تكاليف التسويق أو التكاليف "البسيطة" بوصفها من أصول الشركة وليس بوصفها تكاليف مادية لمزاولة النشاط. سوف نتناول فحص تلك الممارسات بإيجاز في التعليق الملحق بهذا الفصل.

ومن ناحية أخرى فإنه من الواضح أنه ينبغي على المستثمرين عدم الاهتمام بالمتغيرات المحاسبية المشار إليها إذا كانت المبالغ التي يتم التعامل معها بهذه الأساليب ضئيلة نسبيًا. ولكن نظرًا لطبيعة وول ستريت

الذي اعتاد تضخيم الأمور، فإن بنودًا صغيرة كهذه قد تؤخذ على محمل الجد. فقبل صدور تقرير شركة ALCOA بيومين في صحيفة *Wall Street Journal* ناقشت الجريدة بيان مؤشر داو للشركات الكيماوية المماثل. وأنهت مقالها بالإشارة إلى شعور "العديد من المحللين" بالانزعاج إزاء حقيقة أن المؤشر تضمن 21% من البنود الواردة في الأرباح المنتظمة لعام 1969 بدلًا من التعامل معها على أنها بند من بنود "الدخل غير العادية" لماذا إذن هذه الجلبة؟ إن السبب وراء هذه الضوضاء هو أن تقييمات "داو" للشركات الكيماوية تتضمن ملايين من الدولارات تعتمد في مجملها على تحديد نسبة الربح لعام 1969 خلال عام 1968، وتصل النسبة في هذه الحالة إلى 9% أو 4.5%. قد يبدو هذا أمرًا سخيفًا بالنسبة لنا، فليس من المحتمل أن يكون لتلك الاختلافات الطفيفة تأثير في متوسط الأرباح أو النمو المستقبلي أو التقييم الواقعي المتحفظ للمشروع.

وعلى النقيض من ذلك، ينبغي عليك النظر إلى بيان آخر ظهر في يناير عام 1971 يتعلق بتقرير عن شركة نورث ويست إندستريز لعام 1970 250 . لقد كانت الشركة تعتزم شطب ما لا يقل عن 264 مليون دولار باعتبارها رسومًا خاصة دفعة واحدة، تمثل 200 مليون دولار منها الخسارة الناجمة عن البيع المزمع لشركة السكك الحديدية التابعة لها إلى موظفيها، وانخفاض قيمة أسهم يتم شراؤها مؤخرًا. إن هذه المبالغ سوف تؤدي إلى تكبد خسارة تبلغ قيمتها 35 دولارًا لكل سهم عادي قبل عمليات التعويض عن طريق التضخيم أو ما يعادل

ضعف قيمة السعر السوقي الحالي. تجدر الإشارة هنا إلى أمر غاية في الأهمية ألا وهو أنه إذا ما تمت الصفقة ولم تتغير القوانين الضريبية، فإن الخسارة التي تم التعرض لها في عام 1970 سوف تتيح لشركة نورث وست إندستريز الفرصة لتحقيق الأرباح المستقبلية التي تبلغ 400 مليون دولار (في غضون خمس سنوات) عن طريق فوائدها الأخرى المتنوعة دون أن تسدد ضرائب الدخل المستحقة عليها 251 ما هي إذن الأرباح الحقيقية لهذا المشروع؟ هل ينبغي احتساب الأرباح مع وضع ضرائب الدخل التي تقدر بـ 50% تقريبًا ولا ينبغي عليها وضعها في الحسبان، أم ينبغي احتساب الأرباح بدونها؟ نحن نعتقد أن أفضل أسلوب لاحتسابها هو قياس قوة الأرباح المشار إليها على أساس تحمل ضرائب الدخل المستحقة بالكامل وتقديرات قيمة السهم بناءً على هذا التقييم، ونضيف إلى ذلك رقمًا إضافيًا يمثل الإعفاء الضريبي المهم والمؤقت الذي سوف يتمتع به كل سهم من أسهم الشركة. (ينبغي كذلك إتاحة الفرصة أمام وجود نوع من أنواع التخفيف المحتمل واسع النطاق في هذه الحالة. وسوف تؤدي الإصدارات الممتازة القابلة للتحويل والصكوك في حقيقة الأمر إلى مضاعفة الأسهم العادية القائمة لما يزيد على الضعف إذا ما تمت الاستفادة من تلك الامتيازات).

250 لقد كانت شركة نورث وست إندستريز، من بين عدة شركات أخرى، الشركة القابضة لشركة شيكاغو ونورث وسترين ريلواي ويونيون أندروير (الشركة

المصنعة لمنتجات الـ "بي في دي" و"فروت أوف ذا لووم" من الملابس الداخلية) ولقد استولى على الشركة في عام 1985 الخبير المالي " ويليام فارلي " الذي أعاد بناء الشركة، ولكن في أوائل عام 2002 قام صندوق بيركشاير هاثواي إنكوربوريشن الذي يديره "وارن بافيت" بشرائها بعد إشهار إفلاسها.

251 يشير "جراهام" إلى نص قانون الضرائب الفيدرالي الذي يسمح للشركات "بترحيل" صافي خسائر التشغيل، وطبقًا لقانون الضرائب الحالي، يمكن ترحيل تلك الخسائر لمدة قد تصل إلى عشرين عامًا مما يؤدي إلى خفض الضرائب المستحقة على الشركة عن تلك الفترة الزمنية بأسرها (مما يؤدي إلى زيادة أرباحها بعد سداد الضريبة) لذلك ينبغي على المستثمرين أن يعلموا ما إذا كانت الخسائر الفادحة التي تكبدتها الشركة مؤخرًا يمكنها أن تؤدي بالفعل إلى تحسين صافي أرباح الشركة في المستقبل.

مما لا شك فيه أن كل هذه الأمور تثير حيرة القراء وتصيبهم بالضجر ولكنها تمثل كلها جزءًا من قصتنا. إن المحاسبة في الشركات عادة ما تكون مليئة بالصعوبات، ويعد تحليل الأوراق المالية أمرًا معقدًا ولا يمكن الوثوق بتقديرات الأسهم إلا في بعض الحالات الاستثنائية فقط 252 وربما يكون من الأفضل بالنسبة لغالبية المستثمرين أن يطمئنوا أنفسهم بأنهم قد حصلوا على مقابل جيد لما دفعوه من أسعار وينحوا الأمر جانبًا عند هذا الحد.

252 ... يتحتم على المستثمرين أن يضعوا تلك الكلمات نصب أعينهم ويتذكروها دائمًا "لا يمكن الوثوق بتقديرات الأسهم إلا في بعض الحالات الاستثنائية فقط". وفي الوقت الذي تكون فيه أسعار أغلب الأسهم صحيحة تقريبًا في معظم الأحيان، فإن سعر السهم وقيمة النشاط الذي يمثله يكادان لا يتطابقان أبدًا، حيث لا يمكن الاعتماد عادة على حكم السوق على السعر. ولسوء الحظ فإن هامش أخطاء السوق في تسعير الأسهم لا يتسع عادة بدرجة كافية تبرر تكلفة التداول؛ لذلك ينبغي أن يتحرى المستثمر الفطن الذكي الدقة في تقدير تكاليف التداول والضرائب قبل محاولة الاستفادة من أي تباين في السعر، ولا ينبغي مطلقًا الاعتماد على القدرة على البيع مقابل السعر السائد نفسه في السوق.

استخدام متوسط الأرباح

لقد اعتاد المحللون والمستثمرون في الأيام الخوالي الاهتمام الشديد بمتوسط الأرباح خلال فترة طويلة من الزمن - خلال فترة تتراوح ما بين سبع وعشر سنوات. إن "رقم الوسيط الحسابي" 253 هذا كان مفيدًا في تحقيق التوازن بين صعود دورة الأعمال وهبوطها، وكان يُعتقد أنه يعطي فكرة أشد وضوحًا عن قوة أرباح الشركة بالمقارنة بما يمكن أن توضحه نتائج آخر العام. ومن أهم مزايا عملية التوسيط هذه أنها سوف تحل مشكلة ما يمكن القيام به حيال جميع الرسوم الخاصة تقريبًا. وينبغي أن توضع ضمن متوسط الأرباح. مما لا شك فيه أن غالبية تلك الخسائر والأرباح تمثل جزءًا من

تاريخ تشغيل الشركة. وإذا ما تم تطبيق ذلك على شركة ALCOA فإن متوسط الأرباح خلال الفترة ما بين عامي 1961 و1970 (عشر سنوات) سوف يصل إلى 3.62 دولار، وعن الفترة ما بين عام 1964 وعام 1970 سوف يصل إلى 4.62 دولار للسهم. فإذا ما تمت الاستعانة بمثل هذه الأرقام جنبًا إلى جنب مع معدلات النمو ومعدلات استقرار الأرباح خلال الفترة نفسها، فعندئذٍ يمكن تكوين فكرة واضحة حقًا عن أداء الشركة في الماضي.

253 "رقم الوسيط الحسابي" يشير إلى المتوسط البسيط أو الحسابي الذي أشار إليه "جراهام" في الجملة السابقة.

حساب معدل النمو السابق

من الأهمية بمكان وضع عنصر النمو الذي يتضمنه سجل الشركة في الحسبان بصورة كافية؛ فعندما تتحقق معدلات نمو ضخمة فإن الأرباح التي تحققت مؤخرًا تكون أعلى من متوسط السنوات السبع أو العشر؛ مما قد يدفع المحللين إلى اعتبار الأرقام طويلة الأجل لا علاقة لها بالموضوع، ولكن لا داعي لأن يكون الأمر على هذا النحو؛ حيث يمكن النظر إلى الأرباح على ضوء كل من المتوسط وآخر رقم، ونقترح هنا أن يتم احتساب معدل النمو ذاته عن طريق مقارنة متوسط السنوات الثلاث الماضية بما يماثلها من أرقام منذ عشر سنوات مضت. (عندما تلوح مشكلة "الرسوم الخاصة أو الائتمان" في الأفق عندئذ يمكن معالجتها عن طريق

الحلول الوسط). عليك ملاحظة الفرق في احتساب معدل نمو شركة ALCOA بالمقارنة بمعدل نمو كل من شركة سيرز روباك ومجموعة شركات مؤشر داو جونز الصناعية ككل.

حدول 12- 1

	ALCOA	سيرز روباك	شركات داو جونز
متوسط الأرباح (1968- 1970)	4.95 دولارًا	2.87 دولار	55.40 دولار
متوسط الأرباح (1958 - 1960)	2.08 دولار	1.23 دولار	31.49 دولار
النمو	141%	134%	75%
المعدل السنوي (مركب)	9%	8.7%	5.7%

أ

تم خصم ثلاثة أخماس الرسوم الخاصة بقيمة 82 سنتًا في عام 1970.

تعليق ، مما هو جدير بالذكر أنه يمكن أن تتحول هذه الأرقام القليلة إلى موضوع لمناقشة طويلة؛ حيث من المحتمل شأنها في ذلك شأن أية أرقام أخرى يمكن التوصل لها عن طريق اتباع أساليب رياضية معقدة أن توضح النمو الحقيقي للأرباح خلال الفترة الطويلة التي تمتد من عام 1958 وحتى عام 1970. ولكن إلى أي مدى يرتبط هذا الرقم، الذي يعتبر بصفة عامة له أهمية حيوية في تقديرات السهم العادي، بحالة شركة ALCOA ؟ لقد كان معدل نمو الشركة في الماضي ممتازًا وكان أفضل قليلًا من معدل نمو شركة سيرز وأكثر ارتفاعًا من معدل النمو المركب لشركات داو جونز الصناعية. ولكن يبدو أن سعر السوق في أوائل عام 1971 لم يعبأ بهذا الأداء الرائع؛ فلقد بيع سهم ALCOA بما يفوق متوسط قيمة السهم خلال السنوات الثلاث

الأخيرة بإحدى عشرة مرة وبيع سهم مؤشر داو جونز بما يعادل خمس عشرة مرة. ولكن كيف حدث ذلك؟ لقد كان من الواضح أن وول ستريت ينظر نظرة تشاؤمية لمستقبل أرباح الشركة بالمقارنة بسجلها السابق. والأمر الذي يبعث على الدهشة أن تاريخ السعر المرتفع لسهم ALCOA يرجع إلى عام 1959؛ ففي ذلك العام بلغ سعر السهم 116 دولارًا، أي ما يفوق معدل الأرباح بخمس وأربعين مرة (بالمقارنة بالسعر المرتفع المعدل لشركة سيرز عام 1959 والذي بلغ 25.5 دولار أو ما يفوق معدل أرباحها بعشرين مرة). وحتى عندما حققت أرباح شركة ALCOA نموًّا رائعًا فيما بعد، فإنه من الواضح أنه في هذه الحالة كانت هناك مبالغات هائلة في الإمكانات المستقبلية لسعر السوق؛ فلقد بلغ السعر في نهاية عام 1970 نصف قيمة ارتفاعه عام 1959 في الوقت الذي بلغ فيه سعر سيرز ثلاثة أمثال قيمته السابقة، بينما زاد سعر سهم مؤشر داو جونز بما يقرب من 30%.

وينبغي الإشارة هنا إلى حقيقة أن الأرباح الرأسمالية بشركة ALCOA بلغت معدلات متوسطة أو أقل؛ 254 لذلك قد يكون هذا هو العنصر الحاسم هنا. إن معدلات النمو المرتفعة تستمر في سوق البورصة فقط إذا ما حافظت الشركة على مستوى أعلى من معدلات الربح المتوسطة.

254 يستخدم "جراهام" مصطلح "الأرباح الرأسمالية" بمعناه التقليدي الذي يشير إلى عائد القيمة الدفترية والذي يتم احتسابه بصفة أساسية عن طريق قسمة صافي الدخل على صافي الأصول الملموسة للشركة.

دعونا نطبق عند هذه المرحلة على شركة ALCOA الاقتراح الذي طرحناه في الفصل السابق والخاص بـ "عملية التقييم الثنائية" 255 ، فمثل هذا الأسلوب من شأنه وضع "قيمة للأداء السابق" لشركة ALCOA والذي يمثل 10% من قيمة الأداء السابق لمؤشر "داو جونز" أو ما يعادل 84 دولارًا لكل سهم بالنسبة لسعر إغلاق لمؤشر داو جونز الذي وصل إلى 840 دولارًا في عام 1970. وعلى ضوء هذه الأسس كانت الأسهم ستبدو جذابة للغاية عندما بلغ سعرها 57.25 دولارًا.

255 انظر ص 325، 328.

ولكن السؤال الذي يطرح نفسه في هذا المقام هو إلى أي مدى يقوم المحلل المحنك بخفض "قيمة الأداء السابق" لإفساح المجال أمام حدوث التطورات العكسية التي توقع حدوثها في المستقبل؟ إننا في حقيقة الأمر ليست لدينا أدنى فكرة عن ذلك. فلنفترض مثلًا أنه كان لديه سبب يجعله يعتقد أن معدل أرباح عام 1971 سوف ينخفض إلى 2.50 دولار للسهم وهو ما يعد بمثابة انخفاض هائل عن معدل أرباح عام 1970 بالمقارنة بالمعدل المرتفع الذي كان من المتوقع أن تحققه مجموعة الشركات الصناعية بمؤشر داو جونز، ومن المحتمل بالطبع أن تأخذ سوق البورصة هذا الأداء المتواضع على محمل الجد ولكن هل من الجائز أن يصل الأمر لتصنيف شركة أمريكا للألومنيوم ALCOA العملاقة على أنها مشروع غير مربح نسبيًا بمعنى أن يتم تقديرها بما يقل عن قيمة أصولها الملموسة؟ 256

لقد انخفض السعر عام 1971 من ارتفاع بلغ 70 دولارًا في شهر مايو إلى 36 دولارًا في شهر ديسمبر بالمقارنة بقيمة دفترية بلغت 55 دولارًا)

256 إن التاريخ الحديث وأطنان من الأبحاث المالية أثبتت أن السوق لا ترحم الشركات سريعة النمو التي تنخفض أرباحها على حين غرة. إن الشركات التي تحقق معدلات نمو متوسطة وثابتة مثل " ALCOA " التي كانت أيام "جراهام" أو شركة أنويزر بوش وكولجيت بالموليف، في أيامنا هذه تتعرض لهبوط متوسط المستوى في قيمة أسهمها إذا ما حققت معدلات نمو مخيبة للآمال. إن الآمال العريضة تؤدي إلى الإصابة بإحباط شديد ما لم تتحقق على أرض الواقع، أما الآمال المعقولة فتثير رد فعل أخف وطأة إذا لم تتحقق؛ لذلك، ليس من أشد مخاطر امتلاك أسهم النمو احتمال توقف نموها، بل الأحرى إمكانية أن تكون بطيئًا، وعلى المدى البعيد لن تكون تلك مجرد مخاطرة، وإنما حقيقة مؤكدة.

ومما لا شك فيه أن شركة ALCOA شركة صناعية كبرى، ولكننا نعتقد أن تاريخ معدل السعر إلى الأرباح فيها غير عادي، بل ومتناقض بالمقارنة بغيرها من المشروعات الضخمة الأخرى. ومع ذلك فإن هذا المثال يثبت إلى حد ما صحة الشكوك التي ساورتنا وتحدثنا عنها في الفصل السابق حول إمكانية الوثوق بإجراء التقييم عند تطبيقه على شركة صناعية تقليدية.

تعليقات على الفصل الثاني عشر

القلم أمضى من السيف.

- بو ديدلي

لعبة الأرقام

إن "جراهام" ليفغر فمه دهشة وعجبًا من المدى الذي وصلت إليه الشركات ومحاسبوها في تخطي حدود اللياقة خلال السنوات القليلة الماضية. لقد أدرك كبار المسئولين التنفيذيين الذين يحصلون على تعويضات هائلة من خلال خيارات الأسهم أن بوسعهم تحقيق الثراء الفاحش عن طريق زيادة أرباح شركتهم لعدة سنوات قادمة 257 . إن مئات من الشركات انتهكت قدسية المبادئ المحاسبية قلبًا وقالبًا ليحولوا بذلك التقارير المالية إلى مجرد لغط ولغو فارغ في محاولة منهم لتجميل النتائج القبيحة وحجب النفقات وخلق الأرباح من الهواء؛ لذلك دعونا نلق نظرة على بعض من هذه الممارسات البغيضة.

257 لمزيد من المعلومات حول خيارات الأسهم التي تحقق الثراء لمديري الشركات وليس المساهمين انظر التعليق على الفصل التاسع عشر.

كأنها لم تفعل

لعل أكثر الخدع المحاسبية شيوعًا هي بدعة "الأرباح التقديرية". وهناك حكمة قديمة في وول ستريت تقول

إن كل فكرة سيئة بدأت كفكرة جيدة في الأساس، "والأرباح التقديرية" لا تختلف عن ذلك؛ فقد كان الهدف الرئيسي وراءها هو رسم صورة حقيقية للنمو طويل الأجل للأرباح، وذلك من خلال عمل تعديل، لاستيعاب الاختلافات قصيرة الأمد بعيدًا عن الاتجاه العام أو لاستيعاب الأحداث التي "لا يفترض تكرار حدوثها". أي تقرير صحفي عن الأرباح التقديرية سوف يشير على سبيل المثال للأرباح التي كان من الجائز أن تحققها الشركة خلال العام الماضي لو أن الشركة الأخرى التي استحوذت عليها للتو كانت جزءًا من نشاطها طوال الاثني عشر شهرًا الماضية.

ولكن مع اقتراب فترة التسعينيات المضطربة والمشاغبة، لم تكتف الشركات بالرضا بالأداء الجيد فحسب؛ لذلك فلتلقِ نظرة على أمثلة هراء الأرباح التقديرية:

- • لقد قدمت شركة إنفوسبيس أرباحها التقديرية عن الفترة ربع السنوية التي انتهت في 30 ديسمبر 1999 كأنها لم تدفع أرباح الأسهم الممتازة التي بلغت 159.9 مليون دولار.
- • لقد قدمت شركة بي إي إيه سيستمز أرباحها التقديرية عن الفترة ربع السنوية التي انتهت في 31 أكتوبر 2001 كأنها لم تدفع 193 مليون دولار في صورة ضرائب كسب عمل على خيارات الأسهم التي مارسها موظفوها.
- • لقد قدمت شركة جيه دي إس يونيفيز أرباحها

التقديرية عن الفترة ربع السنوية التي انتهت في 31 مارس 2001 كأنها لم تدفع 4 ملايين دولار في صورة ضرائب كسب عمل، كأنها لم تخسر 7 ملايين دولار من جراء الاستثمار في الأسهم الرديئة، ولم تتحمل رسومًا تتعلق بعمليات الدمج واستغلال الشهرة التجارية بلغت قيمتها 2.5 مليار دولار.

وباختصار، فإن الأرباح التقديرية تمكن الشركات من توضيح كيف كان من الممكن أن تحقق نتائج طيبة للغاية لو أنها لم تسئ التصرف على النحو الذي حدث بالفعل 258 ، ولكن بوصفك مستثمرًا ذكيًا وفطنًا فإن الشيء الوحيد الذي ينبغي عليك أن تفعله حيال الأرباح التقديرية هو تجاهلها تمامًا.

258 إن جميع الأمثلة سالفة الذكر بعاليه قد وردت بالفعل في التقارير الصحفية التي تصدرها الشركات ذاتها. للاطلاع على مقال ساخر بديع لما يمكن أن يكون عليه أسلوب حياتنا اليومية لو أننا مضطرون جميعًا لتبرير سلوكنا على النهج نفسه الذي تتبعه الشركة في تعديل ما تسجله من أرباح، انظر My Pro Forma Life بقلم "روب ووكر" بموقع : http://Slate.msn .com/?id = 2063953 . "خلال وجبة الغداء التي تناولتها مؤخرًا بمطعم "سميث وولينسكي" بعد انتهائي من تدريباتي الرياضية، التهمت ضلعًا من اللحم بلغ وزنه 22 أوقية أتبعته بثلاث كئوس من كوكتيل الفاكهة الاستوائية التي تعد مصروفات غير متكررة، فإنني لن أكرر فعلتي هذه مرة أخرى!

رغبة الإقرار المتوحشة

في عام 2000 بدت شركة كويست للاتصالات الدولية كإحدى شركات الاتصالات العملاقة قوية البنيان. وفي الوقت الذي هبطت فيه قيمة أسهمها إلى أقل من 5% كانت سوق البورصة قد خسرت أكثر من 9% من قيمة أسهمها ذلك العام.

ولكن كشفت التقارير المالية لشركة كويست النقاب عن أمر صغير وغريب؛ ففي أواخر عام 1999، قررت الشركة إقرار عوائدها من دليل الهاتف بمجرد صدور الكتب على الرغم من أن أي شخص قام بقطع إعلان من الصحف الصفراء يعلم أن العديد من المشروعات تدفع مقابل تلك الإعلانات في صورة أقساط شهرية. ولكن بفعل السحر وتحت شعار "تغيير مبدأ المحاسبة" الذي يبدو أمرًا عبثيًّا لا طائل من ورائه، ارتفع صافي الدخل عام 1999 بما تقدر قيمته بـ 240 مليون دولار بعد الضرائب وهو ما يعادل خمس قيمة جميع الأموال التي ربحتها الشركة ذلك العام.

وكما هي الحال بالنسبة لقمة جبل الثلج التي تظهر فقط فوق الماء في حين يختفي باقي الجبل أسفله، فإن الإقرار المتهور بالعوائد عادة ما يكون نذيرًا بالخطر المحدق الذي يخيم بظلاله على الشركة مثلما حدث مع كويست. ومع مطلع عام 2003، وبعد مراجعة الشركة لبياناتها المالية السابقة، أعلنت عن قيامها بالإقرار بعوائدها من مبيعات المعدات بصورة سابقة لأوانها، وتسجيل تكاليف الخدمات بصورة غير لائقة على أنها

أصول رأسمالية بدلًا من تسجيلها على أنها مصروفات، والقيام بمعاملة تبادل الأصول على أنها مبيعات مباشرة بدون مسوغ. وهكذا قدرت المبالغة في عوائد الشركة لعامي 2000 و 2001 بـ 2.2 مليار دولار بما في ذلك 80 مليون دولار من جراء شعار "تغيير مبدأ المحاسبة" سالف الذكر والذي تم القيام بما هو نقيضه حاليًا 259 .

259 في عام 2002 كانت شركة كويست واحدة من بين 330 شركة طرحت أسهمها للتداول العام وقامت بإعادة صياغة بياناتها المالية المسجلة منذ إنشائها؛ وذلك طبقًا لما ذكرته مجموعة هورون الاستشارية. وقد تم استقاء كل المعلومات الخاصة بشركة كويست من ملفاتها المالية الموجودة في هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية (التقرير السنوي، تقرير 8k وتقرير 10. K) والموجودة في قاعدة معلومات EDGAR على موقع www.sec. gov ولم يحتج الأمر إلى بصيرة نافذة لاكتشاف "التغير في المبادئ المحاسبية"، والتي كشفتها كويست في ذلك الوقت، ولكن كيف كانت حال أسهم كويست في هذه الفترة الزمنية؟ في نهاية عام 2000، كان سعر السهم يصل إلى 41 دولارًا؛ مما جعل القيمة الإجمالية للشركة في السوق تساوي 67.9 مليار دولار. وفي بداية عام 2003، بلغت قيمة السهم 4 دولارات؛ مما جعل القيمة الإجمالية للشركة 7 مليارات دولار أي خسارة مقدارها 90 % ولم يكن انخفاض سعر السهم الثمن الوحيد المرتبط بالأرباح المزيفة؛ حيث أثبتت دراسة حديثة أن هناك عينة من 27 شركة تم اتهامها من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية بالاحتيال

المحاسبي قد قامت بسداد ما يزيد على 320 مليون دولار في شكل ضرائب الدخل الفيدرالية. ورغم أن معظم هذه الأموال سوف يتم إعادة استثمارها من قبل مصلحة الضرائب على الدخل، فإن معظم حاملي الأسهم لن ينتظروا حتى يجنوا من فوائد هذه الأموال التي أعيد استثمارها. (انظر بحث كل من "ميرل إريكسون" و"ميشيل هانلون" و"إدوارد ماي ديو" بعنوان How Much Will Firms Pay For Earnings that do not Exist ، وذلك على موقع http://papers.ssrn.com).

المخالفات الرأسمالية

في أواخر التسعينيات كانت لدي شركة جلوبال كروسينج المحدودة طموحات لا حدود لها، فقد كانت الشركة التي تتخذ من منطقة برمودا مقرًّا لها تقيم "شبكة ألياف بصرية متكاملة" من خطوط الكابلات التي تزيد مساحتها على 100 ألف ميل يمتد أغلبها في قاع المحيطات. وبعد مد خطوط الأسلاك في جميع أنحاء العالم كانت شركة جلوبال كروسينج تعتزم بيع حق المرور فوق شبكة خطوط توصيلاتها لشركات اتصالات أخرى، وفي عام 1998 وحده أنفقت الشركة ما يربو على600 مليون دولار على أعمال إقامة شبكتها من الألياف البصرية. وفي ذلك العام تم احتساب ميزانية البناء مقابل الإيرادات على أنها مصروفات أطلق عليها "تكلفة السعة المبيعة"، ولولا هذه المصروفات التي تقدر بـ 178 مليون دولار لسجلت شركة جلوبال كروسينج التي بلغت خسارتها 96 مليون دولار صافي أرباح يقدر بـ 82 مليون دولار فقط.

وفي العام التالي، كما جاء في الحاشية الموجزة لتقرير عام 1999 السنوي، قامت شركة جلوبال كروسينج "بالبدء في محاسبة عقد الخدمة" بحيث لم تعد الشركة تقوم باحتساب غالبية تكاليف البناء على أنها مصروفات بالمقارنة بالإيرادات المباشرة التي تحصل عليها من إمكانية البيع على شبكتها. وبدلًا من ذلك، فإن جانبًا كبيرًا من تكاليف البناء لن يتم التعامل معه على أنه مصروفات تشغيل، ولكن كنفقات رأسمالية؛ مما يزيد من إجمالي قيمة أصول الشركة بدلًا من خفض صافي دخلها 260 .

260 لقد كانت جلوبال كروسينج تتعامل مع جانب كبير من تكاليف البناء على أنها نفقات تحتسب في مقابل الإيراد المتحقق من بيع أو تأجير حقوق الاستعمال على شبكتها. ويقوم العملاء بسداد مبلغ مقدم مقابل ما يحصلون عليه من حقوق، على الرغم من أن بعضًا منهم قد يسدد ما عليه من أقساط طوال أربع سنوات، ولكن لم تقم شركة جلوبال كروسينج بتسجيل جميع الإيرادات على أنها دفعة مقدمة، وبدلًا من ذلك قامت بترحيلها خلال مدة سريان الإيجار. والآن وعلى الرغم مما سبق نظرًا لأن مدة صلاحية الشبكات تقدر بـ 25 عامًا، بدأت الشركة بالتعامل معها على أنها أصول رأسمالية طويلة الأجل وقابلة للإهلاك. وفي الوقت الذي ينطبق فيه على ذلك الأسلوب مبادئ المحاسبة المقبولة قبولًا عامًّا فإنه لم يتضح سبب عدم استخدامه من قِبَل الشركة قبل الأول من أكتوبر عام 1999، أو ما هو سر ذلك التغيير. واعتبارًا من شهر مارس عام 2001، بلغ

إجمالي قيمة أسهم جلوبال كروسينج ما يقدر بـ 12.6 مليار دولار، ولكن في 28 يناير عام 2002 أشهرت الشركة إفلاسها وأصبحت أسهمها العادية بلا قيمة.

يا للهول! بلمسة عصا واحدة ارتفعت قيمة أصول شركة جلوبال كروسينج من "مبانٍ ومعدات" بما يصل إلى 575 مليون دولار، في حين زادت تكلفة مبيعاتها بما يقدر بـ 350 مليون دولار على الرغم من تبذير الشركة لأموالها مثل البحار السكير.

إن النفقات الرأسمالية تعد أداة فعالة وحيوية في يد المديرين تمكنهم من توسيع نشاطات مشروعاتهم وجعلها تمضي قدمًا نحو موقع أفضل. ولكن قواعد المحاسبة المطاطة تسمح للمديرين بتضخيم حجم الأرباح التي يتم تسجيلها عن طريق تحويل تكاليف التشغيل العادية إلى أصول رأسمالية. وكما توضح حالة جلوبال كروسينج، ينبغي على المستثمر الذكي التأكد مما تحوله الشركة إلى رأس مال وسبب قيامها بذلك.

قصة مخزون

مثل العديد من شركات تصنيع الرقائق شبه الموصلة، شهدت شركة ميكرون تكنولوجي هبوطًا في مبيعاتها بعد عام 2000، بل إنها في حقيقة الأمر تلقت لطمة شديدة عندما تدنت مستويات الطلب لدرجة جعلتها تبدأ في خفض قيمة مخزونها؛ وذلك لإحجام العملاء الواضح عن شرائها بالأسعار التي تعرضها بها شركة ميكرون. وخلال الفترة ربع السنوية التي انتهت في مايو عام 2001، قامت الشركة بخفض قيمة مخزونها

المسجلة بما تصل قيمته إلى 261 مليون دولار. ولم يفسر غالبية المستثمرين خفض قيمة المخزون على أنه أحد تكاليف العمليات العادية أو المعتاد تكرارها، ولكنهم اعتبروها حدثًا غير عادي.

ولكن انظر لما حدث بعد ذلك:

الشكل (12- 1)

رسم بالأعمدة لمخزون الرقائق



المصدر: التقارير المالية لشركة ميكرون تكنولوجي

لقد قامت شركة ميكرون بقيد المزيد من عمليات خفض قيمة مخزونها في كل فترة ربع سنوية من الفترات الست المتتالية؛ فهل أصبح خفض قيمة مخزون الشركة حدثًا غير متكرر أم أصبح حالة مزمنة؟ إن أصحاب العقول المدبرة قد يختلفون في الرأي بشأن هذه الحالة، ولكنَّ هناك أمرًا واحدًا جليًا بصورة لا جدال فيها، ألا وهو: ينبغي على المستثمر الذكي أن يحذر التكاليف "غير المتكررة" التي تشبه أرنب إنرجايزر الذي لا يتوقف

مطلقًا 261 .

261 إنني أعرب عن امتناني لـ "هاورد سيليت" و "مارك هامل" اللذين يعملان بمركز الدراسات والتحليل المالي لضربهما هذا المثال للدلالة على النقطة المقصودة.

خطط التقاعد

في عام 2001 حققت شركة إس بي سي للاتصالات التي تمتلك حصة أرباح شركة سينجلار وايرلس، وباك تل، وساذرن نيوإنجلاند تليفون صافي دخل بلغت قيمته 7.2 مليون دولار، وهو أداء فوق العادة تحقق في عام كان سيئًا على قطاع صناعة الاتصالات الموسع. ولكن هذه الأرباح لم تتحقق من نشاط شركة إس بي سي للاتصالات وحده، حيث حصلت على ما تبلغ قيمته 1.4 مليار دولار من خطة التقاعد أي ما يعادل 13% من صافي دخلها.

ونظرًا لأن خطة التقاعد الخاصة بشركة إس بي سي كانت تضم مالًا وفيرًا أكثر مما هو ضروري لسداد مستحقات العاملين في المستقبل، فقد دفع ذلك الشركة إلى معاملة الفرق على أنه دخل مالي. ولقد كان هناك سبب بسيط وحيد وراء هذه الزيادة الإضافية: ألا وهو أنه في عام 2001 قامت الشركة برفع معدل العائد الذي كان من المتوقع أن تحققه من استثمارات خطة التقاعد من 8.5% إلى 9.5% مما أدى إلى خفض قيمة المبالغ التي تحتاج إلى استقطاعها في الوقت الحاضر.

ولقد فسرت شركة إسي بي سي توقعاتها الوردية

الجيدة بقولها "خلال كل عام من الأعوام الثلاثة التي انتهت عام 2001، فاقت قيمة عائد استثماراتنا في غضون عشر سنوات 10%". بمعنى آخر، أن العوائد الماضية كانت مرتفعة؛ لذلك دعونا نفترض أن العوائد التي قد تتحقق في المستقبل سوف تكون مرتفعة أيضًا. ولكن مثل هذا القول لم يخالف أبسط مبادئ العقل والمنطق فحسب، بل تناقض مع حقيقة أن أسعار الفائدة قد هبطت إلى أدنى مستوياتها مما يؤدي إلى هبوط أي عوائد مستقبلية للنسبة التي تشكلها السندات من حافظة التقاعد المالية.

وفي العام نفسه تقريبًا قام صندوق هاثواي بيركشير الذي يديره "وارن بافيت" بخفض معدل العائد المتوقع من أصول المعاشات من 8.3% إلى 6.5%، فهل كانت شركة إس بي سي للاتصالات واقعية في افتراضها أن مديري صندوقها للتقاعد سوف يتفوق أداؤهم على أداء أعظم مستثمري العالم؟ بالطبع لا؛ ففي عام 2001 حقق صندوق تقاعد هاثواي بيركشاير أرباحًا بنسبة 9.8% في حين خسر صندوق معاش شركة إس بي سي 6.9% 262 .

262 يتم احتساب النسبة التقريبية للعوائد عن طريق قسمة إجمالي صافي قيمة أصول الخطة في مستهل العام على "العائد الفعلي من أصول الخطة".

وفيما يلي بعض النقاط التي يجب أن يضعها المستثمر الذكي في الحسبان: هل يمثل "صافي فوائد التقاعد" ما يزيد على 5% من صافي دخل الشركة؟ (وإذا كان

الوضع كذلك، فهل تشعر بالارتياح إزاء أرباح الشركة الأخرى إذا ما ذهبت تلك الأرباح أدراج الرياح في المستقبل ؟) هل "معدل أصول خطة المعاش طويل الأجل" المفترض معقول؟ (اعتبارًا من عام 2003 يعد أي معدل أعلى من 6.5% غير كافٍ، بينما يعد أي معدل تصاعدي ضربً ا من الخيال والوهم).

تَوَخَّ الحذر أيها المستثمر!

توجد بضعة مؤشرات قليلة سوف تساعدك على تجنب شراء سهم قد يتحول إلى قنبلة محاسبية موقوتة:

اقرأ من الخلف إلى الأمام. عندما تتصفح التقارير المالية لإحدى الشركات ابدأ بقراءة الصفحة الأخيرة وحتى الصفحة الأولى. فأي شيء لا تريدك الشركة أن تعثر عليه سوف تجده مدفونًا في الخلف؛ لهذا ينبغي عليك أن تبدأ به.

اقرأ الحاشية. لا تقم بشراء سهم مطلقًا بدون قراءة حاشية البيانات المالية التي يتضمنها التقرير السنوي. عادة ما توضع تحت عنوان "ملخص السياسات المحاسبية المهمة"، وتصف إحدى الملحوظات المهمة كيف تقوم الشركة بقيد العوائد وتسجيل المخزون والتعامل مع الأقساط المستحقة عليها والمبيعات المتعاقدة عليها وكيفية احتساب تكاليف التسويق وتفسير الخصائص الرئيسية الأخرى لنشاطها 263 . وعليك البحث في الحواشي الأخرى عما يتم كشف النقاب عنه بخصوص الديون وخيارات الأسهم وقروض العملاء واحتياطيات مواجهة الخسائر "وعوامل

الخسارة" التي قد تفتك بقدر كبير من الأرباح. ومن بين الأمـور الأخـرى التـي ينبغـي أن تثـير جـهاز إنـذارك المصـطلحات الفنيـة مثـل "رسـملة"، "أجلـت"، "إعـادة هيكلة" و جميع المصطلحات البسيطة التي تشير إلى أن الشـركة قد قامت بتغيير ممارساتها المحاسبية مثـل: "بدأت" "وغيرت" و "مع ذلك". وهذه الكلمات لا تعني أنه لا ينبغـي عليـك الشـراء، بـل إنه يجـب عليـك أن تقوم بمزيـد مـن التحـري. كـذلك التأكـد من مقارنـة حاشية البيانات المالية لشركة واحدة على الأقل من الشركات المنافسات التي ترغب في شراء أسهمها لمعرفة مدى قوة حساباتها.

263 لا تجعـل صـياغة الحاشـية المحاسبية المضجرة والمملة تصدك عن سبيلك؛ فقد تمت صياغتها على هذا النحو عن عمد لصد الأفراد العاديين عن قراءتها وهو السبب نفسه الذي يجب أن يجعلك تثابر وتصر على المضي في الاطلاع عليها؛ فقد جاء في حاشية التقرير السـنوي لشـركة إنفورمـيكس لعـام 1996، علـى سبيل المثال: "أن الشركة تقوم باحتساب عوائد ترخيص من تراخيص بيع برامج الكمبيوتر عند تسليم المنتج إلى العميل. ومع ذلك بالنسبة لتراخيص بعض منتجي أجهزة الكمبيوتر والمستخدمين النهائيين الذين تستحق عليهم مبالغ تسدد في غضون اثني عشر شهرًا سوف تقوم الشـركة باحتسـاب العوائـد عنـدما يقوم العميـل بعمل التزام تعاقدي بحد أدنى رسم ترخيص لا يرد إذا ما كانت تراخيص منتجي أجهزة الكمبيوتر والمستخدمين النـهائيين تسـتوفي المعـايير والشـروط التـي تضـعها

الشركة". بعبارة أخرى، تقول شركة إنفورمكيس إنها تثني على نفسها باحتساب عوائد على المنتجات حتى لو لم تتم إعادة بيعها إلى المستخدم النهائي (العملاء الحقيقيين لبرامج شركة إنفورميكس). وسط ادعاءات هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية بأن شركة إنفورميكس قد ارتكبت أعمال احتيال محاسبية، قامت الشركة في وقت لاحق بإعادة صياغة لإيراداتها وألغت 244 مليون دولار قيمة مثل تلك "المبيعات". إن هذه الحالة تبرز أهمية قراءة ما بين السطور. وأود في هذا الصدد الإعراب عن عميق امتناني لـ "مارتن فريدسون" الذي ساق لي هذا المثال.

عليك بالمزيد من القراءة. إذا كنت مستثمرًا جريئًا ولديك الاستعداد لتكريس مزيد من الجهد والوقت لحافظتك المالية فأنت مدين أمام نفسك بضرورة تعلم المزيد عن التقارير المالية. وهذا هو السبيل الوحيد الذي يضمن لك الحد من تعرضك للتضليل من جانب بيان أرباح مغلوط. وهناك ثلاثة كتب مفيدة للغاية يمكن الاستعانة بها وهي: *Financial Statement Analysis* من تأليف كل من "مارتن فريدسون"و "فرناندو آلفريد"، و *The Financial Numbers Game* بقلم كل من "تشارلز ملفورد"و "يوجين كوميسكي"، و *Financial Shenanigans* 264 بقلم "هوارد شيليت" .

264 كتاب "مارتن فريدسون" و "فرناندو ألفريز" بعنوان *Financial Statement Analysis : A Practitioner's Guide* (جون ويلي آند ساتر نيويورك 2002) و"تشارلز دبليو. متلفورد" و"يوجين كومسكي" *The Financial*

Numbers Game : Detecting Creative Accounting Practices (جون ويلي آند سانز، نيويورك 2002)

وكتاب "هوارد شيليت" *Financial Shenanigans* .

(ماكجرو هيل نيويورك 2002) وكتاب " بنيامين جراهام " *The Interpretation of Financial Statements* (هاربر بيزنس نيويورك 1998 إعادة طبع لنسخة عام 1937)، سوف تظل تلك الكتب بمثابة مقدمة موجزة ورائعة للمبـادئ الأسـاسية لحسـاب الأربـاح والمصـروفات والأصول والخصوم.

الفصل 13

مقارنة أربع من الشركات المدرجة في البورصة

نود أن نطرح في هذا الفصل عينة من أسلوب تحليل الأوراق المالية؛ المتبع؛ لذلك قمنا باختيار عشوائي لأربع من الشركات المتتالية المدرجة على قائمة سوق بورصة نيويورك، وهي شركة إلترا (وهي شركة تكونت بعد دمج كل من شركتي إليكتريك أوتولايت ومجموعة مشروعات ميرجينت ثالر لينوتايب) وشركة إمرسون إليكتريك (إحدى الشركات المنتجة للأجهزة الكهربائية والإلكترونية) وشركة أمري إيرفريت (وكيل شحن جوي داخلي) وإيمهارت كورب (إحدى الشركات التي كانت تقوم فيما مضى بنشاط التعبئة أما الآن فتعمل في مجال معدات البناء) 265 . هناك بعض أوجه تشابه كبيرة بين تلك الشركات الصناعية الثلاث، ولكن تبدو أوجه الاختلاف أكثر أهمية، وينبغي أن يكون هناك تنوع كافٍ في البيانات المالية والتشغيلية حتى تصبح الدراسة مثيرة للاهتمام.

265 من بين الشركات الأربع التي أوردها "جراهام" لا تزال شركة إمرسون إليكتريك على حالها بدون أي تغيير؛ فلم تعد شركة إلترا شركة مستقلة، حيث تم دمجها مع شركة بانكر رامو كورب خلال فترة السبعينيات مما فتح أمامها عالم تسعير الأسهم لشركات السمسرة عن طريق شبكة من أجهزة الحاسب. وما تبقى من النشاط القديم لعمليات إلترا أصبح الآن جزءًا من نشاط شركة هاني ويل. أما الشركة التي كانت

تعرف باسم إمري إير فريت فقد أصبحت الآن فرعًا من شركة سي إن إف. أما شركة إيمهارت فلقد استحوذت عليها شركة بلاك آند ديكر عام 1989.

الجدول 13 - 1 مقارنة أربع من الشركات المدرجة في البورصة

	سعر السهم العادي في 31 ديسمبر 1970	عدد الأسهم العادية	القيمة السوقية لأسهم العادية	السندات والأسهم الممتازة	إجمالي رسملة الشركة	[illegible]	المبيعات في 1970	الربح الصافي 1970	ربحية كل سهم	متوسط ربحية كل سهم 1968-1970	متوسط ربحية كل سهم 1963-1965	متوسط ربحية كل سهم 1958-1960	توزيعات الأرباح الحالية	1963-1965 [illegible]	الأصول الجارية	الخصوم الجارية	صافي أصول الأسهم العادية	القيمة الدفترية للأسهم	[illegible]
التر	27	[illegible]	[illegible] دولار	8000000	[illegible]		454000000 دولار	20773000	2.78	2.78	1.54	0.64	1.20		285000000 دولار	71300000	[illegible]	27.05 دولار	
امرسون إلكتريك	66	[illegible]	[illegible] دولار	42000000	[illegible]		657000000 دولار	54000000	2.30	2.16	1.06	0.57	1.16		307000000 دولار	72000000	[illegible]	10.54 دولار	
إمري إير فريت	57.75	[illegible]	72000000 دولار		72000000		108000000 دولار	5475000	1.48	1.30	0.54	0.17	1		50400000 دولار	[illegible]	15700000	3.96 دولار	
إيمهارت	32.75	4582000	150000000 دولار	3800000	168000000		227000000 دولار	13551000	2.75	2.81	2.45	1.21	1.20		131000000 دولار	34000000	[illegible]	27.02 دولار	

جدول 13 -2 مقارنة أربع من الشركات المدرجة في البورصة

	التر	امرسون إلكتريك	أمري إير فريت	إيمهارت
ب. النسب				
السعر إلى الأرباح 1970	10×	30.0 ×	38.5 ×	11.9 ×
السعر إلى الأرباح 1968-1970	9.7×	33.0×	45.0×	11.7×
السعر إلى القيمة الدفترية	1×	6.37×	14.3×	1.22×
صافي مبيعات 1970	4.6%	8.5%	5.4%	5.7%
صافي قيمة الأسهم إلى القيمة الدفترية	10%	22.2%	34.5%	10.2%
عائد توزيعات الأرباح	4.45%	% 1.78	1.076%	% 3.65
الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية	2.9 ×	4.3 ×	1.7 ×	3.4 ×
رأس المال العامل إلى الدين	ضخم جدًا	5.6 ×	لا دين	3.4 ×
نمو الأرباح لكل سهم:				
1968 -1970 في مقابل 1963 - 1965	81%+	87%+	135%+	135%+
1968 1970 في مقابل 1958 1970	400% +	250% +	ضخم جدًا	132+ %
ج. سجل السعر				
1936 - 1968 انخفاض	75	1	125.	3.25
ارتفاع	50.25	161.5	66	58.25
1970 انخفاض	18.25	42.125	41	23.5
1971 ارتفاع	29.125	78.75	72	44.25

ونقدم في الجدول (13- 1) نبذة مختصرة عن قيمة بيع الشركات الأربع في السوق في نهاية عام 1970 وبضعة أرقام أخرى قليلة عن نشاطاتها عام 1970. وسوف نتناول بالتفصيل نسبًا رئيسية معينة ترتبط بالأداء من ناحية وبالسعر من ناحية أخرى. ولقد كان من الضروري التعليق على كيفية اتساق الجوانب المختلفة لنمط الأداء مع نمط السعر النسبي. وفي الختام، سوف نقوم بمراجعة الشركات الأربع مع عقد مقارنات بينها وتحديد العلاقات القائمة بينها ونقيِّم كل واحدة منها على ضوء

الشروط التي يضعها مستثمر السهم العادي المحافظ.

من أكثر الأمور المثيرة للدهشة بشأن الشركات الأربع أن نسب السعر الحالي إلى الأرباح تختلف اختلافًا بيِّنًا عن أدائها التشغيلي أو وضعها المالي. ولقد بلغ سعر شركتين من شركات إلترا وإيمهارت ما تعادل قيمته 9.7 مرة واثنتي عشرة مرة عن متوسط أرباح الفترة ما بين 1968 و 1970 بالمقارنة برقم مماثل يعادل 15.5 مرة لمؤشر داو جونز. في حين بلغ سعر الشركتين الأخيرتين إمرسون وإمري ما يفوق معدل الأرباح ثلاثًا وثلاثين مرة وخمسًا وأربعين مرة. ولابد من أن هناك تفسيرًا وراء هذا التباين، والتفسير يتجلى بوضوح في معدلات النمو الفائقة لأرباح الشركات الممتازة خلال السنوات الأخيرة، خاصة من جانب شركة توكيلات الشحن. (ولكن لا نعني بما سبق أن معدلات نمو الشركتين الأخريين لم تكن مرضية).

ولاستعراض الأمر بصورة أعم وأشمل دعونا نتناول بإيجاز العناصر الرئيسية للأداء كما تجسدها أرقامنا.

1. الربحية (أ) تظهر جميع الشركات معدل أرباح مقبولًا في قيمها الدفترية ولكن كانت أرقام شركتي إمرسون وإمري أعلى من الشركتين الأخريين. إن معدل العائد المرتفع للرأسمال المستثمر عادة ما يقترن بمعدل نمو سنوي مرتفع في ربحية السهم 266 . ولقد أبدت جميع الشركات باستثناء شركة إمري معدل أرباح أفضل للقيمة الدفترية في عام 1969 عن عام 1961. ولكن كانت أرقام معدل أرباح شركة إمري مرتفعة بصورة

استثنائية في كلا العامين. (ب) بالنسبة لشركات التصنيع، فإن قيمة الأرباح التي تتحقق عن كل دولار من المبيعات تعد بمثابة مؤشر لمدى الضعف أو القوة النسبية. وتجدر الإشارة إلى أننا نستخدم في هذا الصدد "نسبة الدخل العامل إلى المبيعات" كما جاءت في تقارير الأسهم المدرجة في مؤشر ستاندرد آند بورز. ولقد حققت الشركات الأربع جميعًا نتائج مرضية، في حين أظهرت شركة إمرسون أداءً مثيرًا للإعجاب. وتتباين التغيرات التي حدثت بين الشركات في الفترة ما بين عامي 1961 و 1996.

266 يتضح هذا المعيار في عبارة: "صافي القيمة الدفترية لكل سهم" في الجدول (13 -2) الذي يقيس صافي دخل الشركات كنسبة من قيمتها الدفترية الملموسة.

2. الاستقرار . يتم قياس مستوى الاستقرار من خلال معرفة أقصى حد قد يصل إليه الانخفاض في نسبة ربح السهم خلال أي عام من الأعوام العشرة الماضية، وذلك بالمقارنة بمتوسط السنوات الثلاث السابقة عليه. ولا يمكن تفسير أي انخفاض على أنه بمثابة انعكاس لمستوى استقرار يصل إلى 100%، ولكن كان تضاؤل نسبة ربح أسهم شركتي إلترا وإيمهارت متوسط المستوى في "السنة الجافة" 1970؛ حيث بلغت نسبته 8% لكل شركة منها على حدة بالمقارنة بـ 7% لمؤشر داو جونز.

3. النمو . إن الشركات التي حققت أرباحًا أقل أظهرت

معدلات نمو مرضية عن نظيراتها بمجموعة داو جونز. وتبدو الأرقام التي حققتها شركة إلترا أشد جاذبية إذا ما قورنت بنسبة السعر إلى الأرباح المنخفضة. ولكن مما لا شك فيه أن معدل النمو يبدو أشد جاذبية بالنسبة للشركات التي حققت معدلات أرباح أكثر ارتفاعًا.

4. المـوقف المـالي . تتمتـع شـركات التصـنيع الثـلاث بموقف مالي قوي؛ حيث حققت معدلًا أعلى من النسبة المعياريـة التـي تتمثـل فـي وجـود أصـول جارية تقدر قيمتها بـ دولارين مقابل خصوم جارية تقدر قيمتها بـ دولار واحد. وعلى الرغم من انخفاض هذه النسبة، لدى شركة إمري إير فريت للشحن الجوي، فإنها تندرج أسفل فئة مختلفة، وبفضل سجلها الحافل فإنها لن تجد أية عقبة تحول دون حصولها على النقد الذي تحتاج إليه. لا مراء في أنه لدى جميع الشركات دين منخفض طويل الأجـل. ملحوظـة عـن مصـطلح "التخفـيف": كـان لـدى شـركة إمرسـون إليكتريـك ما تبلغ قيمتـه 163 مليون دولار للقيمة السوقية للأسهم الممتازة القابلة للتحويل ذات العائد المنخفض والتي كانت قائمة في نهاية عام 1970. وفي أثناء التحليل الذي أجريناه أفسحنا المجال أمام عنصر التخفيف من خلال الأسلوب المعتاد المتمثل في معاملة الأسهم الممتازة على أنها أسهم عادية، ولقد أدى ذلك إلى خفض الأرباح التي تحققت مؤخرًا إلى 10 سنتات لكل سهم أو ما يقدر بـ 4%.

5. التوزيعـات . مـن النقـاط الحيويـة التـي لهـا أهميتـها تـاريخ اسـتمرار التوزيعـات وليـس توقفهـا. فإن أفضـل سـجل هـو سـجل شـركة إيمهارت والتـي لـم تتـوقف

توزيعات أرباحها منذ عام 1902. وكذلك سجل شركة إلترا الذي يعد جيدًا للغاية. أما سجل شركة إمرسون فكان مرضيًا تمامًا، أما شركة إمري إير فريت فكانت جديدة في هذا المضمار. إن اختلافات نسب التوزيعات لا تتمتع بأهمية خاصة؛ فعائد توزيعات الأرباح الحالي يبلغ ضعف ارتفاع "الثنائي الرخيص" كما يبلغ ضعف ارتفاع "الثنائي الغالي" وهو ما يعادل نسب السعر إلى الأرباح.

6. تاريخ السعر . ينبغي أن يثير إعجاب القارئ ارتفاع النسبة التي يعكسها سعر جميع الإصدارات الأربعة بعد قياسها من أدنى نقطة إلى أعلى نقطة خلال الأعوام الأربعة والثلاثين الماضية (وفي جميع الأحوال يتم تعديل السعر المنخفض ليتلاءم مع أي تقسيمات لاحقة للأسهم) وينبغي على القارئ ملاحظة أنه بالنسبة لمؤشر داو جونز فإن المدى من الانخفاض إلى الارتفاع يسير وفق ترتيب من 11 إلى 1، أما بالنسبة لشركاتنا فإن الهامش تراوح في اختلافه ما بين 17 إلى 1 "فقط" لشركة إيمهارت إلى ما لا يقل عن 528 إلى 1 بالنسبة لشركة إمري للشحن الجوي 267 . إن ارتفاعات السعر المتعددة تعد من السمات التي تتصف بها غالبية إصداراتنا القديمة من الأسهم العادية التي أتاحت أعظم فرص تحقيق الربح التي توافرت في أسواق البورصة فيما مضى. (وقد تشير كذلك إلى كيفية المبالغة في تقدير الانخفاض الذي شهدته أسواق المضاربة على الهبوط قبل عام 1950 عندما تم تسجيل الأسعار المنخفضة) ولقد سجلت كل من شركتي إلترا وإيمهارت

انخفاضًا في السعر بلغ ما يربو على 50% في أثناء انهيار الأسعار خلال الفترة ما بين عامي 1969 و1970. لقد شهدت شركتا إمرسون وإمري انخفاضات خطيرة، ولكن أقل أهمية؛ فقد استعادت الأولى قوتها وقفزت قفزة هائلة نحو تحقيق أعلى معدلات الارتفاع قبل نهاية عام 1970، أما الأخرى ففي أوائل عام 1971.

267 في كل حالة من تلك الحالات يشير "جراهام" إلى القسم جـ من الجدول (13- 2) ويقوم بقسمة السعر المرتفع الذي كان سائدًا خلال الفترة من عام 1936 حتى عام 1968 على السعر المنخفض. فعلى سبيل المثال يتم قسمة سعر شركة إمري المرتفع الذي يصل إلى 66 على السعر المنخفض الذي يبلغ 0.125 قيمة السعر المرتفع ويساوي 528، أو نسبة 528 إلى 1 بين ارتفاع وانخفاض.

ملاحظات عامة على الشركات الأربع

إن إجمالي القيمة السوقية الهائلة لشركة إمرسون إليكتريك يجعل القيمة السوقية للشركات الأخرى الثلاث مجتمعة تتضاءل أمامها 268 حيث إنها واحدة من "عمالقة الشركات المشهورة" بالولايات المتحدة الأمريكية والتي سوف نعلق عليها لاحقًا. إن أي محلل مالي حباه الله (أو ابتلاه) بذاكرة جيدة سوف تتبادر إلى ذهنه مقارنة أوجه التشابه القائمة بين شركة إمرسون إليكتريك وزينايس راديو، وهو أمر لا يبعث على الطمأنينة. لقد كان لشركة زينايس سجل نمو حافل لعدة سنوات؛ فقد بلغت قيمة سهمها في السوق 1.7 مليار

دولار (عام 1966) ولكن هبطت قيمتها إلى 43 مليون دولار عام 1968، ثم إلى ما يعادل نصف هذه القيمة عام 1970، وفي أثناء تصنيفها في ذلك العام هبط سعرها إلى ما يقدر بـ 2.5 من قيمتها المرتفعة التي تصل إلى 89؛ فالتقـديرات المرتفعـة تتبعـها مخـاطر مرتفعـة بالضرورة.

268 في نهاية عام 1970، كانت القيمة السوقية لأسهم شركة إمرسون التي تبلغ 1.6 مليار دولار "هائلة" مقارنة بمتوسط قيمة الشركات الأخرى في ذلك الوقت. أما في نهاية عام 2002؛ فقد كان إجمالي القيمة السوقية للأسهم العادية لشركة إمرسون يقارب 21 مليار دولار.

وتعد شركة إمري إيرفريت أكثر الشركات الأربع التي تبشر بالخير فيما يتعلق بالنمو المستقبلي إذا ما تم تبرير نسبة السعر إلى الأرباح، التي تقدر بما يفوق أعلى نسبة أرباح مسجلة بأربعين مرة، ولو بصورة جزئية. ومما لا شك فيه أن معدل نموها السابق كان أكثر إثارة للإعجاب، وقد لا تكون تلك الأرقام لها أهمية كبرى في المستقبل إذا ما نظرنا إلى حقيقة أنها كانت أرقامًا منخفضة القيمة في البداية؛ حيث وصلت إلى 570 ألف دولار في عام 1958. وعادة ما يتضح أنه من الصعوبة بمكان مواصلة تحقيق النمو بمعدلات مرتفعة بعد أن ارتفعت قيمة الحجم والأرباح إلى إجماليات ضخمة. ولكن من الخصائص المثيرة للتعجب في قصة نجاح شركة إمري أن كلًّا من أرباحها وسعرها السوقي ظل يرتفع بصورة متساوية في عام 1970، الذي كان يعد من أسوأ الأعوام في تاريخ صناعة الطيران المدني

الداخلي؛ لذلك يعد ذلك إنجازًا مدهشًا، ولكنه يثير الشكوك، حول ما إذا كانت الأرباح معرضة في المستقبل إلى أي تطورات معاكسة من خلال تزايد حدة المنافسة والضغط الناجم عن الترتيبات الجديدة بين وكلاء الشحن وشركة الطيران... إلخ. ولابد من إجراء دراسة متأنية قبل إصدار حكم صحيح على هذه النقاط، ولكن ليس بوسع المستثمر المتحفظ استبعادها كلية عن دائرة اهتمامه.

شركتا إيمهارت وإلترا . لقد أبلت شركة إيمهارت بلاءً حسنًا في مجال نشاطها عما قامت به على صعيد سوق البورصة في الأعوام الأربعة عشر الماضية؛ ففي عام 1958 بلغت قيمة بيع أسهمها ما يزيد على قيمة أرباحها باثنتين وعشرين مرة وهي النسبة نفسها التي بيعت بها أسهم مؤشر داو جونز. ومنذ ذلك الحين بلغت أرباحها ثلاثة أمثال قيمتها السابقة وذلك بالمقارنة بالارتفاع الذي سجله مؤشر داو ووصل إلى أقل من 100% ولكن وصل سعر إغلاقها في عام 1970 إلى ثلث الارتفاع الذي بلغه عام 1958 في مقابل 43% لمؤشر داو جونز. ولا يختلف سجل شركة إلترا عن ذلك كثيرًا، ولكن يبدو أن كلتا الشركتين تفتقر إلى "الجاذبية" في السوق الحالية، ولكن كانت بياناتهما الإحصائية في مظهر جيد على نحو مثير للدهشة. ولكن ماذا عن احتمالات نجاحهما في المستقبل؟ في حقيقة الأمر ليس لدينا الكثير من الآراء السديدة في هذا الصدد، ولكن نورد فيما يلي ما كان يقوله مؤشر ستاندرد آند بورز عن الشركات الأربع في عام 1971:

شركة إلترا "احتمالات النمو على المدى البعيد: هناك عمليات معينة يتم القيام بها بصفة دورية ولكن موقفها التنافسي القوي والتنوع يعدان من العوامل التي تسهم في التعويض عن ذلك".

شركة إمرسون إليكتريك "في الوقت الذي تم فيه تسعير أسهمها على نحو مُرض (حيث بلغت 71)، فإنها تبدو جذابة على المدى البعيد.... إن استمرار سياسة الاستحواذ جنبًا إلى جنب مع موقفها القوي في المجالات الصناعية، ووجود برنامج دولي معجل يشير إلى احتمالات تحقيق المزيد من التقدم على صعيد المبيعات والأرباح".

شركة إمري إير فريت يبدو أن سعر الأسهم في الوقت الحالي مرتفع (عند 57) ولكنها تستحق الاحتفاظ بها لأطول فترة ممكنة".

شركة إيمهارت "على الرغم من أن الانخفاض في معدل الإنفاق الرأسمالي قد عاق حركتها قليلًا في مجال صناعة الحاويات الزجاجية، فإنه ينبغي تعزيز الأرباح من خلال تحسين بيئة العمل التي كانت سائدة عام 1972. تستحق الأسهم الاحتفاظ بها (عند34)".

النتائج: قد يجد العديد من المحللين الماليين شركة إمرسون وشركة إمري أكثر إثارة وجاذبية من الشركتين الأخريين وربما يرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى "أن تحركاتها داخل السوق" كانت أفضل، وثانيًا لتحقيق الشركتين معدلات نمو سريعة في الأرباح خلال الآونة الأخيرة. وطبقًا للمبادئ التي أرسيناها فيما يتعلق

بالاستثمار المتحفظ، فإن السبب الأول ليس مبررًا كافيًا لاختيار الأسهم، أما السبب الآخر فإنه صحيح ولكن بحدود. ولكن السؤال الذي يفرض نفسه عند هذه المرحلة هو: هل معدلات النمو السابقة واحتمالات النمو الجيدة في المستقبل لشركة إمري إير فريت (أو إمري للشحن الجوي) تعد مبررًا كافيًا لارتفاع السعر لما يربو على قيمة الأرباح التي تحققت مؤخرًا بستين مرة؟ ونجيب عن هذا التساؤل بقولنا: قد يكون الأمر كذلك بالنسبة لشخص أجرى دراسة متعمقة لإمكانات الشركة وانتهى إلى نتائج حاسمة ومتفائلة على نحو استثنائي حول مستقبل الشركة. ولكن لا يتناسب هذا السعر المرتفع مع المستثمر الحذر الذي يريد التأكد من خطواته قبل أن يخطوها كي لا يرتكب الخطأ التقليدي نفسه الذي يقع فيه المتعاملون بـ وول ستريت، ألا وهو الحماس المفرط إزاء الأداء الجيد على صعيد الأرباح وسوق البورصة 269 . وكان لابد من إطلاق التحذيرات نفسها بشأن شركة إمرسون إليكتريك، مع الإشارة على نحو خاص إلى قيمتها الحالية في السوق والتي بلغت مليارات الدولارات بالنسبة لعامل غير ملموس، أو قدرتها على تحقيق الأرباح، ولابد من أن نضيف عند هذه المرحلة نقطة مهمة وهي أن "صناعة الإلكترونيات" التي كانت الطفل المدلل لسوق البورصة قد فقدت أهميتها بصفة عامة في تلك الأيام الحالكة. وتمثل شركة إمرسون استثناءً ملحوظًا، ولكنها سوف تضطر إلى مواصلة هذا النمط الاستثنائي لعدة سنوات في المستقبل قبل وصولها إلى سعر الإغلاق الذي بلغته عام 1970، والذي سوف يبرره أداؤها الذي تلا هذا

التاريخ تبريرًا تامًّا.

269 كان "جراهام" محقًّا. من بين "الأسهم الخمسين الممتازة" التي كانت الأكثر شيوعًا والأعلى قيمة في عام 1972، كانت شركة إمري هي الأسوأ أداءً. وفي أول مارس عام 1982 أشار عدد مجلة فوربس إلى أنه منذ عام 1972 فقدت شركة إمري 72.8% من قيمتها بعد التضخيم. وبحلول نهاية عام 1974 هبطت قيمة سهم إمري؛ وذلك طبقًا للأبحاث الاستثمارية التي قامت بها مجموعـــة لوتـهولد فـي مينـابوليس، بنسـبة 58% وتدهورت نسبة السعر إلى الأرباح من 64 إلى 15. ولقد خفت حدة "الحماسة المفرطة" بمرور الوقت، فهل مرور الزمن يكفي لتعويض مثل هذا الإفراط؟ ليس دائمًا فلقد توصل "لوتهولد" إلى أن استثمار 1000 دولار في شركة "إمـري" فـي عـام 1972 سوف تبلغ قيمتـه 839 دولارًا فقط اعتبارًا من عام 1999، ومن المحتمل ألا يتمكن الأفراد الذين بالغوا فيما دفعوه من أموال لشراء أسهم الإنترنت من استعادة توازنهم لعقود هذا إن نجحوا في تحقيق ذلك على الإطلاق (انظر التعليق على الفصل 20).

وعلى النقيض من ذلك، فإن كلًّا من شركتي إلترا التي وصل سعرها إلى 27 وإيمهارت التي وصل سعرها إلى 33 تحمـل جميع سمات الشركات التي يدعم سعرها قيمة تكفي لجعلها استثمارًا يتوافر له قدر معقول من الحماية. ويستطيع المستثمر عند هذه النقطة اعتبـار نفســه، إن شــاء، شـريكًا بصـورة جزئيـة فـي تلـك المشـروعات بتكلفة تتناسب مع ما تعكسه الميزانية

العموميـة مـن أمـوال مسـتثمرة فيها 270 . ولقد ظل معدل أرباح رأس المال المستثمر مرضيًا لفترة طويلة، ولكن الأمر المثير للعجب أن الأرباح ظلت مستقرة لفترة طويلـة أيـضًا، وكـذلك الحـال بالنسـبة لمعـدلات النمـو السابقة. وتنطبق على الشركتين الشـروط الإحصائية السـبعة التـي يجـب توافرهـا حتـى يمكـن ضـمها إلـى الحافظة المالية للمستثمر المتحفظ، وسوف نتناول تلك الشروط في الفصل القادم، ولكن يمكن تلخيصها فيما يلي:

270 يرى "جراهام"، بناءً على أسعار أسهم الشركتين آنذاك، أن بوسع المستثمر شراء أسهم الشركتين بقيمة تزيـد علـى قيمتها الاسمية كما هو واضـح فـي السطر الثالث من القسم (ب) من الجدول (13 -2).

1 - 1. الحجم الكافي.
2 - 2. المركز المالي القوي بدرجة كافية.
3 - 3. توزيع الأرباح بانتظام طوال عشرين عامًا على الأقل.
4 - 4. عـدم حـدوث عـجز فـي الأربـاح فـي غضـون السنوات العشر الماضية.
5 - 5. تحقيق معدل نمو يصل مداه إلى عشر سنوات، وتقدر قيمته بثلث قيمة ربحية السهم على الأقل.
6 - 6. ألا يزيد سعر السهم على قيمة صافي الأصول أكثر من مرة ونصف.
7 - 7. ألا يزيـد السـعر علـى متوسـط أربـاح السـنوات الثلاث الماضية إلا بخمس عشرة مرة.

نحن لا نتنبأ بمستقبل أداء أرباح شركة إلترا أو إيمهارت، وقد تتضمن قائمة الأسهم العادية المتنوعة التي يضعها المستثمر عددًا لا بأس به من الأسهم التي قد تصيبه بالإحباط، وقد ينطبق هذا على كلتا الشركتين أو إحداهما. ولكن ينبغي أن يكون أداء القائمة المنوعة ذاتها التي تعتمد على معايير يرتضيها المستثمر جيدًا بدرجة كافية عبر السنين. على الأقل هذا ما تعلمنا إياه التجربة.

ملحوظة نهائية: إن أي محلل من محللي الأوراق المالية ممن لديهم الخبرة، والذي قد يقبل بالمنطق الذي نحكم به على الشركات الأربع، قد يتردد في توصية حملة أسهم شركتي إميرسون أو إمري باستبداله بتلك الأسهم أسهم شركتي إيمهارت و إلترا في نهاية عام 1970 ما لم يعِ حملة الأسهم، بوضوح، الفلسفة وراء تلك التوصية. ولا يوجد مبرر لتوقع أن يتحسن مستوى أداء هاتين الشركتين ذواتي الأرباح المنخفضة في غضون فترة وجيزة ليفوق مستوى أداء الشركات التي تحقق أرباحًا مرتفعة والتي تحظى بالاحترام في السوق مما يعطيها قوة دفع تجعلها تستمر لأجل غير مسمى. إن السبب الوجيه الوحيد الذي قد يجعل المستثمر يفضل شركة إلترا وإيمهارت على شركتي إمرسون وإميري هو اتخاذه لقرار بشأن تفضيل الاستثمارات القائمة على القيمة على الاستثمارات الجذابة التي لها بريق؛ لذلك فإن سياسة الاستثمار في الأسهم العادية ينبغي أن تعتمد على وجهة نظر المستثمر الفردي ومواقفه، وسوف نتناول هذا الأسلوب باستفاضة في الفصل

التالي.

تعليقات على الفصل الثالث عشر

لدينا في القوات الجوية قاعدة تقول: انتبه إلى الساعة السادسة؛ فالطيار يقود طائرته وعيناه تنظران في جميع الاتجاهات لتأمين نفسه فينتابه شعور تام بالأمان. بينما يحلق طيار آخر بطائرته خلفه (فعندما تشير عقارب الساعة إلى السادسة يكون في مواجهتها الساعة الثانية عشرة) ويبدأ في إطلاق النار. إن معظم الطائرات يتم إسقاطها بهذه الطريقة. إن اعتقاد الشخص بأنه بمنأى عن الخطر أمر غاية في الخطورة ! فمما لا شك فيه أن هناك خطأ ما في مكان ما وينبغي عليك اكتشافه؛ لذلك عليك أن تتبع قاعدة القوات الجوية.

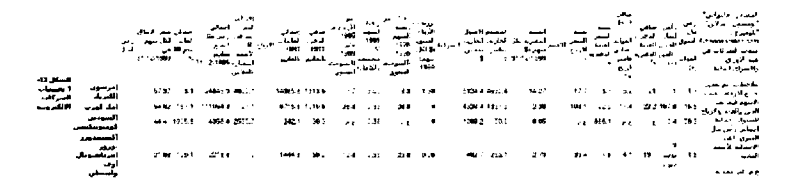
ـ دونالد كيوتينا، جنرال بالقوات الجوية الأمريكية

الشركات الإلكترونية

علينا أن نحذو حذو "جراهام" ونقارن بين أربعة أسهم باستخدام الأرقام التي تم تسجيلها اعتبارًا من 31 ديسمبر عام 1999، وهي فترة سوف تتيح أمامنا فرصة مراجعة أخطر حدود التقييم التي شهدتها سوق الأسهم.

شركة إمرسون إليكتريك. (رمزها على شريط الأسعار هو EMR) تم تأسيس هذه الشركة عام 1890، وهي الشركة الوحيدة من بين الشركات الأربع الأصلية التي اختارها "جراهام" التي كتب لها البقاء، وتقوم الشركة بإنتاج مجموعة كبيرة من المنتجات المنوعة بما في ذلك الأدوات الكهربائية وأجهزة التكييف والمواتير التي

تعمل بالكهرباء.



شركة إي إم سي: (رمزها على شريط الأسعار EMC). يعود تاريخ تأسيسها إلى عام 1979 ، وتقدم خدماتها للشركات التي ترغب في تخزين المعلومات الإلكترونية آليًا على شبكات الكمبيوتر.

شركة إكسبيدتورز إنترناشيونال واشنطن المحدودة. (رمزها على شريط الأسعار هو EXPD) تم تأسيسها في سياتل عام 1979 ، وتقدم خدماتها في مجال شركات الشحن؛ حيث تقوم بتنظيم حركة البضائع حول العالم وتتبعها.

شركة إكسودوس للاتصالات: (رمزها على شريط الأسعار هو EXDS) تقوم الشركة باستضافة المواقع الإلكترونية وإدارتها لصالح عملائها من الشركات إلى جانب تقديم خدمات الإنترنت الأخرى، تم طرح أسهمها للبيع على العامة في مارس عام 1998.

ويلخص الجدول التالي سعر ومستوى أداء وتقييم تلك الشركات اعتبارًا من نهاية عام 1999.

كهربائي وليس مكهربًا

لقد انتهى المطاف بأكثر أسهم "جراهام" الأربعة ارتفاعًا

في سعره، إمرسون إليكتريك، بأن يكون الأبخس سعرًا في مجموعتنا التي تم تحديثها؛ فلقد كانت شركة إمرسون، بما تحمله من جذور في صناعات النظام الاقتصادي القديم، تبعث على الملل في أواخر التسعينيات. (إبان عصر الإنترنت من ذا الذي يعبأ بالمكانس الكهربائية ذات الخدمة الشاقة التي تعمل على الجاف وباستخدام الرذاذ؟) وهكذا فقدت أسهم الشركة قيمتها. وخلال عامي 1998 و1999 تخلف سهم إمرسون عن مؤشر إس آند بي 500 بنسبة تراكمية بلغت 49.7 نقطة، وهو تدنٍّ في الأداء يؤسف له.

ولكن إن كان ذلك هو أداء سهم إمرسون، فماذا عن شركة إمرسون نفسها؟ في عام 1999 قامت الشركة بمبيعات وخدمات بما تقدر قيمته بـ 14.4 مليار دولار، أي ما يفوق مبيعات العام السابق بمليار دولار. ولقد بلغ صافي الدخل الذي حققته إمرسون من تلك الإيرادات 1.3 مليار دولار، أو بما يفوق ما حققته في عام 1998 بـ 6.9%، وخلال السنوات الخمس الماضية ارتفعت نسبة ربحية السهم في المتوسط بمعدل قوي بلغ 8.3%، وهكذا ارتفعت قيمة توزيعات أرباح إمرسون لما يزيد على الضعف لتصل إلى 1.30 دولار للسهم. ولقد ارتفعت القيمة الدفترية من 6.69 دولار إلى 14.27 دولار للسهم الواحد. وطبقًا لما جاء على موقع فاليولاين خلال فترة التسعينيات ظلت قيمة هامش صافي ربح إمرسون وعائد رأس المال وكلاهما من المعايير الرئيسية للحكم على مدى كفاءة الشركة كنشاط مرتفعة للغاية لتصل إلى 9% و18% على التوالي. والأكثر من ذلك أن أرباح

شركة إمرسون قد زادت طوال 42 عامًا متتابعة ونجحت في زيادة توزيعات أرباحها طوال 43 عامًا متواصلة وهو يعد أطول مدى لمعدل نمو ثابت في تاريخ المشروعات الأمريكية. ومع نهاية العام ارتفع سعر سهم إمرسون لتزيد قيمته على صافي دخل السهم الواحد بـ 17.7 مرة. إن شركة إمرسون، شأنها في ذلك شأن منتجاتها الكهربائية، تفتقر إلى الجاذبية، ولكن يعتمد عليها إن لم تبد أية دلائل على الإفراط في الحماسة.

هل تستطيع شركة إي إم سي مواصلة خطاها؟

شركة إي إم سي كانت أسهمها الأفضل أداءً خلال التسعينيات، أم هل ينبغي القول بأنها كانت أكثرهم ارتفاعًا كأنها تسبح في الهواء؟ فقد ارتفعت أسهمها لما يزيد على 81000% ولو أنك قمت باستثمار 10 آلاف دولار في سهم إي إم سي في بداية عام 1990 لوصلت أرباحك مع نهاية عام 1999 إلى ما يربو على 8.1 مليون دولار. ولقد حققت أسهم إي إم سي عائدًا بلغ 157.1% في عام 1999 وحده، وهو معدل يزيد على ما حققه سهم إمرسون خلال ثماني سنوات في الفترة من عام 1992 وحتى عام 1999 مجتمعة. ولم تقم الشركة بسداد توزيعات بل العكس، احتفظت بجميع أرباحها لتوفير الأموال اللازمة لمواصلة معدلات النمو التي تحققها الشركة" 271 . وعندما بلغ سعر السهم في 31 ديسمبر 54.625 دولار، كان يتم تداول أسهم الشركة بما

يفوق معدل ما يمكن أن تحققه من أرباح خلال عام كامل بـ 103 مرات أي ما يعادل مستوى تقييم سهم إمرسون بست مرات.

271 كما سوف نرى في الفصل 19، يعني هذا المنطق عادة، على أرض الواقع، "توفير الأموال اللازمة لاستمرار نمو ثروة كبار مديري الشركة ".

ولكن ماذا عن شركة إي إم سي كنشاط؟ لقد بلغ معدل نمو عوائدها 24% عام 1999 بزيادة تقدر بـ 6.7 مليار دولار. وارتفعت ربحية السهم ارتفاعًا سريعًا من 61 سنتًا للسهم قبل عام، إلى 92 سنتًا بزيادة قدرها 51%، وفي غضون السنوات الخمس التي انتهت في عام 1999 ارتفعت أرباح إي إم سي بمعدل سنوي ملموس وصل إلى 28.8% ومع توقع الجميع أن يزداد معدل التجارة الإلكترونية ارتفاعًا، بدا مستقبل الشركة أكثر إشراقًا. وخلال عام 1999 تنبأ المدير التنفيذي للشركة عدة مرات بوصول إيرادات الشركة إلى 10 مليارات من الدولارات بحلول عام 2001 لتفوق عوائدها في عام 1998 التي بلغت 5.4 مليار دولار 272 وسوف يتطلب ذلك متوسط معدل نمو يصل إلى 23% وهو معدل توسع مخيف لشركة ضخمة كهذه. ولكن كان محللو "وول ستريت"، وغالبية المستثمرين، على يقين من أن الشركة قادرة على بلوغ هدفها. وعلى أية حال خلال السنوات الخمس الماضية ضاعفت الشركة عائداتها وزاد صافي دخلها إلى ثلاثة أضعاف قيمتها.

272 في أثناء ظهور المدير التنفيذي لشركة إي إم سي

"مايكل روتيجرز" على قناة سي إن بي سي، في 31 ديسمبر عام 1999 سأله المذيع "رون إنسانا" عما إذا كان عام "2000 وما بعده" سوف يكون عامًا مثمرًا كما كانت فترة التسعينيات، فأجابه "روتيجرز" متباهيًا : "يبدو أن الأرباح تتزايد سريعًا وأعتقد أنك إذا تأملت الفرصة المتاحة أمامنا فسوف تكتشف أنها غير محدودة ... لذلك بينما تثار التكهنات حول ما إذا كانت هناك مبالغة في تقييم تلك الأشياء يحدث تغير هائل وإذا ما أفلحت في العثور على الشركات الناجحة اليوم - وإنني على يقين من أن شركة إي إم سي إحدى هذه الشركات - فسوف تجني ثمار ذلك في المستقبل".

ولكن منذ عام 1995 وحتى عام 1999، كما أشار موقع فاليولاين، انخفض هامش صافي ربح إي إم سي انخفاضًا طفيفًا من 19% إلى 17.4% بينما انخفض عائد رأس المال من 26.8% إلى 21%. وعلى الرغم من أن الشركة كانت لا تزال تحقق أرباحًا مرتفعة، فإنها كانت قد بدأت تنزلق نحو الهبوط. وفي أكتوبر عام 1999 قامت شركة إي إم سي بالاستحواذ على شركة داتا جنرال؛ مما أضاف 1.1 مليار دولار لعوائد إي إم سي ذلك العام، وإذا قمنا ببساطة بطرح العوائد الإضافية الناتجة عن ضم شركة داتا جنرال، فيمكننا أن ندرك أن حجم النشاط القائم بالفعل الذي تقوم به الشركة قد زاد من 5.4 مليار دولار في عام 1998 إلى 5.6 مليار دولار فقط في عام 1999 بزيادة تقدر بـ 3.6%. بمعنى آخر، إن معدل النمو الحقيقي لشركة إي إم سي يساوي صفرًا حتى في أثناء العام الذي دفع فيه الخوف من "أزمة

عام 2000" العديد من الشركات إلى إنفاق أموال طائلة على التكنولوجيا الجديدة 273 .

273 تمثلت أزمة " عام 2000 " في الاعتقاد بأن الملايين من الحاسبات الآلية في جميع أنحاء العالم سوف تتوقف عن العمل بعد منتصف الليل بثانية واحدة في صباح اليوم الأول من يناير عام 2000؛ وذلك لأن مبرمجي هذه الأجهزة في الستينيات والسبعينيات لم يفكروا في برمجتنا على أي تاريخ بعد 31 / 12 / 1999، ولم يضعوا هذه الاحتمالية في نظم تشغيلها. ونتيجة هذا أنفقت الشركات الأمريكية ملايين الدولارات في عام 1999 لكي تضمن أن أجهزتها سوف تعمل بكفاءة في الساعة الثانية عشرة وثانية واحدة. ولكن في النهاية أتت هذه الساعة وسار كل شيء على ما يرام.

تغيير بسيط في مسار قطار الشحن

على النقيض من شركة إي إم سي فإن شركة إكسبيدتورز إنترناشيونال، لم تتعلم السباحة في الهواء بعد. وعلى الرغم من أن أسهم الشركة قد زادت بنسبة 30% سنويًّا في التسعينيات فإن جانبًا كبيرًا من تلك الأرباح الهائلة تحقق في نهاية العام عندما كان السهم يصارع الوقت لتحقيق عائد يقدر بـ 109.1% في عام 1999. وفي العام السابق، ارتفعت أسهم إكسبيدتورز إلى 9.5% ولكنها تأخرت عن مؤشر إس آند بي 500 بما يزيد على 19% نقطة.

ولكن ماذا عن نشاط الشركة؟ لقد كانت شركة إكسبيدتورز تحقق معدلات نمو سريعة بلا شك؛ فمنذ

عام 1995 ارتفعت عائداتها بمتوسط معدل سنوي يصل إلى 19.8%، وتضاعفت هذه النسبة إلى ثلاثة أمثال قيمتها لتنهي عام 1999 بـ 1.4 مليار دولار. وزادت أرباح السهم بنسبة 25.8% سنويًّا، بينما ارتفعت التوزيعات بنسبة 27% سنويًّا. ولم يكن لدى الشركة أية ديون طويلة الأجل، وكان رأسمالها العامل قد تضاعف منذ عام 1995، وطبقًا لموقع فاليولاين، فإن القيمة الدفترية للسهم الخاصة بشركة إكسبيدتورز قد زادت بنسبة 129 % وارتفع العائد على رأسمالها بأكثر من الثلث ليصل إلى 21 %.

لذلك تعد شركة إكسبيدتورز، بجميع المقاييس، مشروعًا رائعًا ولكن شركة الشحن الصغيرة، التي تتخذ من سياتل مقرًّا لها وتزاول معظم نشاطها في آسيا لم يكن أحد يعلم عنها شيئًا في وول ستريت ولم تكن حصة حملة الأسهم المؤسسين في ملكية الشركة تتعدى 32% من أسهمها، وفي حقيقة الأمر كان حملة أسهم الشركة لا يتعدون 8500 شخص. وبعدما تضاعفت قيمة السهم في عام 1999 زاد سعره على ما يمكن أن تحققه الشركة من صافي دخل خلال عام وهو سعر ليس رخيصًا بالمرة، ولكنه أقل من مستوى تقييم شركة إي إم سي.

أهي دار النعيم؟

بحلول نهاية عام 1999، بدت شركة إكسودوس كوميونيكيشن كأنها قد أخذت حملة أسهمها إلى الفردوس فقد ارتفعت قيمة السهم لتصل إلى 1005.8% عام 1999. وهو ارتفاع كاف كفيل برفع قيمة استثمار

يبلغ 10 آلاف دولار في أول يناير إلى أكثر من 110 آلاف دولار بحلول 31 ديسمبر. ولقد تنبأ أبرز محللي أسهم الإنترنت بمن في ذلك المحلل هنري بلودجت، من مؤسسة ميريل لينش، والذي يتمتع بنفوذ هائل، بأن يزيد معدل ارتفاع السهم من 25% إلى 125% خلال العام القادم.

والأفضل من ذلك كله أن ما علق في أذهان المتداولين على الإنترنت الذين أتخموا بفعل الأرباح التي حققتها إكسودوس هو حقيقة أن السهم قد تم تقسيمه بنسبة 2 إلى 1 ثلاث مرات عام 1999. إن تقسيم 2 إلى 1 يعني أن الشركة ضاعفت عدد أسهمها وقامت بخفض السعر إلى النصف؛ لذلك تنتهي الحال بحملة الأسهم وهم يملكون ضعف عدد الأسهم، في الوقت الذي يصل فيه سعر كل واحد منها إلى نصف مستوى السعر السابق. ولكن ما الشيء الرائع في ذلك؟ تخيل أنك أعطيتني قرشًا فأعدت لك مليمين وسألتك "ألا تشعر بأنك أكثر ثراءً الآن؟"، عندئذٍ سوف تظن أنني أحمق أو أنني أظن أنك أحمق ومع ذلك في أثناء نوبة جنون أسهم شركات الإنترنت تصرف المتداولون على الإنترنت كأن المليمين أعلى قيمة من القرش، وفي حقيقة الأمر فإن مجرد انتشار أي أخبار عن عملية تقسيم 2 إلى 1 كفيلة برفع قيمة الأسهم بنسبة 20% أو أكثر على الفور.

ولكن لماذا؟ السبب هو أن حصول الأفراد على المزيد من الأسهم يجعلهم يشعرون بأنهم أكثر ثراءً. فإن أي فرد اشترى 100 سهم من أسهم إكسودوس في يناير سوف يجد أنها قد نمت ووصلت إلى 200 سهم عندما

تم تقسيم السهم في أبريل ثم تحولت الـ 200 سهم إلى 400 سهم في أغسطس، ثم أصبحت الـ 400 سهم 800 سهم في ديسمبر؛ لذلك كان أمرًا غاية في الإثارة بالنسبة لهؤلاء الأفراد الذين أدركوا أنهم قد حصلوا على 700 سهم إضافية بعد أن كانوا يملكون 100 سهم في البداية. ولقد كان الأمر بالنسبة لهم أشبه بهبوط ثروة من السماء فوق رءوسهم ولم ينتبهوا إلى أنه يتم تقسيم سعر السهم إلى نصفين في كل مرة 274 . وفي ديسمبر عام 1999 كتب أحد حملة أسهم إكسودوس ممن انتابتهم غمرة الحماس، في رسالة إلكترونية قائلًا: "سوف أحتفظ بهذه الأسهم حتى أبلغ ثمانين عامًا من العمر لأنه بعد أن يتم تقسيمها مئات المرات خلال السنوات القادمة سوف أقترب من تولي منصب كبير المديرين التنفيذيين" 275 .

274 لمعرفة المزيد عن تقسيم الأسهم، انظر مقال "جاسون زفايج" " Splitsville "، في مجلة *Money* عدد مارس عام 2001 الصفحات 55، 56.

275 5 رسالة رقم 7 - 3622 ديسمبر 1999 من نشرة رسائل " إكسودوس كومونيكشن " على موقع http://ragingbull.lycos.com/ mboard/boards.cgi? board=EXDS&read = 3622

ولكن ماذا عن إكسودوس كنشاط؟ إن "جراهام" لم يكن ليلمس هذه الأسهم فقد كانت عائدات الشركة تزداد بمعدلات هائلة؛ حيث ارتفعت من 52.7 مليون دولار في عام 1998 إلى 242.1 مليون دولار في عام 1999 ،

ولكنها خسرت 130.3 مليون دولار قيمة عوائد تلك الأسهم عام 1999، أي ما يعادل ضعف قيمة خسائرها في العام السابق. وبلغ إجمالي دينها 2.6 مليار دولار وكانت بحاجة ماسة للنقد لدرجة جعلتها تقترض 971 مليون دولار في شهر ديسمبر وحده. وطبقًا لتقرير إكسودوس السنوي فإن مثل هذا القرض الجديد سوف يزيد مبالغ الفائدة لما يربو على 50 مليون دولار خلال العام القادم. وهكذا بدأت الشركة عام 1999 بما تبلغ قيمته 156 مليون دولار نقدًا، وحتى بعد جمع أموال إضافية من مصادر تمويل جديدة تقدر بـ 1.3 مليار دولار، أنهت العام بميزانية مليار دولار مما يعني أن نشاطها التهم 400 مليون دولار نقدًا خلال عام 1999. كيف إذن يمكن لمثل هذه الشركة سداد ديونها؟

ولكن بالطبع لم ينتبه لذلك متعاملو الإنترنت الذين أهمتهم السرعة التي ارتفعت بها الأسهم والمدى الذي وصلت إليه وليس مدى قوة موقف الشركة . وقد كتب أحد المتعاملين على الإنترنت يطلق على نفسه اسم "لونش باد 1999" عن أسهم الشركة قائلًا: "سوف تواصل الارتفاع إلى النهاية وإلى ما هو أبعد منها " 276 .

276 رسالة رقم 3910/ 15 ديسمبر 1999، من نشرة رسائل "إكسودوس كوميونيكيشن" على موقع RagingBull ؛ (http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi ?board=EXDS &read=3910.

إن سخافة تنبؤ "لونش باد" في قوله: "إلى النهاية وإلى ما هو أبعد منها "- تعد نموذجًا مثاليًا لتحذيرات "جراهام" الكلاسيكية. وعن "مستثمر اليوم" يشير "جراهام" إلى قوله:

"إنه يعطي جل اهتمامه للتنبؤ بالمستقبل الذي يدفع قدرًا هائلًا من المال مقابلًا له مسبقًا؛ لذلك قد يتحقق ما تنبأ به بعد دراسة مستفيضة وعناية، ومع ذلك قد لا يجني أية أرباح من جراء ذلك. وإذا لم يترجم ذلك إلى حد الأرباح المتوقع فقد يتكبد المستثمر خسارة فادحة، بل قد تكون دائمة أيضًا" 277 .

277 انظر خطاب "جراهام" "التكهنات الجديدة في سوق الأسهم العادية" في الملحق.

ما انتهت إليه تلك الشركات:

كيف كان أداء الأسهم الأربعة بعد عام 1999؟

لقد مضت إمرسون إليكتريك في طريق تحقيق الأرباح التي تميل إلى 40.7 % عام 2000. وعلى الرغم من أنها خسرت الأسهم المالية في عام 2001، 2002 فإن قيمة الأسهم في عام 2002 كانت أقل من سعرها النهائي في عام 1999 بـ 4 %.

لقد ارتفعت قيمة أسهم شركة إي إم سي في عام 2000 لتحقق أرباحًا بلغت نسبتها 21.7 % ولكن خسرت الأسهم 79.4 % في عام 2001 و 54.3 % أخرى عام 2002؛ مما جعل مستوى الأسهم ينخفض عن المستوى الذي كانت عليه في نهاية عام 1999 بـ 88 %. ولكن ماذا

عن التنبؤ بتحقيق إيرادات تقدر بـ 10 مليارات من الدولارات بحلول عام 2001؟ لقد بلغت قيمة إيرادات الشركة ذلك العام حوالي 7.1 مليار دولار فقط (بخسارة صافية تقدر بـ 508 ملايين دولار).

وفي الوقت نفسه، مضت شركة إكسبيدتورز في سبيلها نحو تحقيق أرباح كأنه لا وجود لسوق المضاربة على الهبوط تصل إلى 22.9 % عام 2000 و 6.5 % عام 2001 بارتفاع في الأسعار يفوق السعر الذي كان سائدًا في نهاية عام 1999 بـ 51 %.

أما سهم إكسودوس فقد خسر 55 % من قيمته عام 2000 و 99.8 % في عام 2001. وفي 26 سبتمبر 2001 أشهرت الشركة إفلاسها طبقًا للمادة الحادية عشرة من قانون حماية حقوق إشهار الإفلاس. ولقد قامت شركة كابل آند وايرلس البريطانية العملاقة التي تعمل في مجال الاتصالات بشراء غالبية أصول شركة إكسودوس. وهكذا انتهى المطاف بشركة إكسودوس بأن تركت حملة أسهمها في البرية بدلًا من أن تتركهم في النعيم، واعتبارًا من أوائل عام 2003 كانت آخر عملية تداول لأسهم الشركة عندما بيع السهم ببنس واحد فقط.

الفصل 14

اختيار الأسهم التي تناسب المستثمر المتحفظ

لقد آن الأوان للانتقال إلى بعض التطبيقات الأشمل والأعم للأساليب الفنية لتحليل الأوراق المالية. وبما أننا قد أوضحنا بصفة عامة المصطلحات الخاصة بالسياسات الاستثمارية التي أوصينا باتباعها لفئتي المستثمرين المشار إليهما 278 ، فإنه من المنطقي أن نبين دور تحليل الأوراق المالية في تنفيذ تلك السياسات؛ فالمستثمر المتحفظ الذي ينفذ ما اقترحناه عليه سوف يشتري السندات الممتازة بالإضافة إلى قائمة متنوعة من الأسهم العادية البارزة على أن يتأكد من أن سعر تلك الأسهم التي اشتراها بها غير مرتفع طبقًا للمعايير المتبعة.

278 يعرض "جراهام" سياساته الاستثمارية في الفصول من 4 إلى الفصل 7.

وعند إعداد هذه القائمة المتنوعة يكون لدى المستثمر خياران، إما حافظة مالية من نوع أسهم داو جونز أو حافظة مالية تم اختبارها من الناحية الكمية. ويحصل المستثمر من خلال النوع الأول من المحافظ على عينة حقيقية من الإصدارات البارزة، التي قد تضم بعض شركات النمو المفضلة التي تباع أسهمها بقيمة مضاعفة مرتفعة وتكون مشروعاتها أقل شعبية وأقل تكلفة أيضًا. ويمكن القيام بذلك عن طريق شراء المقادير نفسها من ثلث جميع إصدارات مؤشر داو جونز

للشركات الصناعية. إن 10 أسهم من كل إصدار، عند مستوى 900 نقطة في المتوسط، سوف يصل مجموع تكلفتها حوالي 16 ألف دولار. وبناءً على السجل السابق يمكن للمستثمر توقع تحقيق النتائج المستقبلية نفسها عن طريق شراء أسهم العديد من صناديق الاستثمار المختارة 279 .

279 وكما ناقشنا في التعليق على الفصلين الخامس والتاسع يستطيع المستثمر المتحفظ أن يحرز هدفه ببساطة عن طريق شراء أحد صناديق المؤشر منخفضة التكلفة الذي يمكنه من خلاله تتبع عائد إجمالي سوق الأسهم الأمريكية بشكل مثالي.

أما اختياره الثاني فيتمثل في تطبيق مجموعة من المعايير على كل عملية شراء لضمان حصوله على (1) الحد الأدنى من جودة الأداء السابق للشركة وقوة مركزها المالي. (2) الحد الأدنى من الكمية فيما يتعلق بالأرباح والأصول لكل دولار من قيمة السعر. ولقد أوردنا في نهاية الفصل السابق سبعة من المعايير الكمية والنوعية التي ينبغي اتباعها عند اختيار أسهم عادية محددة، وفيما يلي هذه المعايير:

1. أن يكون حجم النشاط مناسبًا وكافيًا

ينبغي أن يكون الحد الأدنى لأرقامنا عشوائيًّا، خاصة فيما يتعلق بالحجم المطالب للنشاط. وترتكز فكرتنا على استبعاد الشركات الصغيرة التي قد تتعرض لما يفوق متوسط التغيرات المعتادة خاصة في المجال الصناعي. (هناك إمكانات طيبة في مثل هذه

المشـــروعات، ولكننـا لا نجـدها ملائمـة لاحتيـاجات المستثمر المتحفظ. دعونا نوضح الأمر بالأرقام: ألا تقل المبيعات السنوية للشركة الصناعية عن 100 مليون دولار، وألا يقل إجمالي قيمة الأصول للمرافق العامة عن 50 مليون دولار.

2. مركز مالي قوي بدرجة كافية

ينبغي على الشركات الصناعية أن تكون قيمة أصولها الجارية ضعف قيمة خصومها الجارية على الأقل، وهو ما يطلق عليه النسبة الجارية 2 إلى 1. ويجب ألا تتعدى قيمة دينها طويل الأجل صافي الأصول الجارية (أو "رأس المال العامل")، أما بالنسبة للمرافق العامة فلا ينبغي أن يتعدى الدين ضعف قيمة حصة المساهمين في الأسهم (بالقيمة الدفترية).

3. استقرار الأرباح

تحقيق الأسهم العادية لبعض الأرباح في كل عام من الأعوام العشرة الماضية.

4. سجل التوزيعات

سداد توزيعات الأرباح بصورة متواصلة طوال الأعوام العشرين السابقة بدون انقطاع.

5. معدل نمو الأرباح

تحقيق زيادة في ربحية السهم بحد أدنى يصل إلى الثلث تقريبا طوال السنوات العشر الماضية بناء على

متوسطات ثلاث سنوات عند بدايتها ونهايتها.

6. نسبة سعر إلى أرباح معقولة

ينبغي ألا يتعدى السعر الحالي متوسط أرباح السنوات الثلاث السابقة بـ 15 مرة.

7. نسبة معقولة للسعر إلى الأصول

ينبغي ألا يزيد السعر الحالي عن القيمة الدفترية المسجلة بمرة ونصف. ومع ذلك فإن مضاعف قيمة الأرباح الذي يقل عن 15 مرة يبرر وجود مضاعف الأموال المرتفع. وكقاعدة عامة، نحن نقترح ألا تزيد نتيجة مضاعفة عدد مرات نسبة السعر إلى القيمة الدفترية على 22.5 مرة (يتناسب الرقم لتضاعف قيمة الأرباح إلى 15 مرة وتضاعف القيمة الدفترية مرة ونصف، ويمكن قبول إصدار يباع بسعر يفوق قيمة الأرباح بـ 9 مرات وقيمة الأصول بـ 2.5 مرة... إلخ).

تعليقات عامة: تم وضع هذه الشروط لتلبية احتياجات المستثمر المتحفظ ورغباته بصفة خاصة، ونتيجة لذلك سوف يتم استبعاد قدر هائل من الأسهم العادية من الحافظة المالية وبأسلوبين متضادين؛ فعلى جانب سوف يتم استبعاد الشركات التي هي (1) صغيرة الحجم للغاية. (2) تعاني مركزًا ماليًّا متزعزعًا نسبيًّا. (3) تعاني تعثرات منذ عشر سنوات. (4) ليس لها تاريخ طويل في توزيع أرباح الأسهم. ومن بين تلك الاختبارات فإن أشدها وطأة في ظل الظروف المالية الأخيرة هي الاختبارات المتعلقة بقوة المركز المالي:

حيث أضعفت الكثير من شركاتنا الضخمة، والتي كانت قوية فيما مضى، نسبها، أو بالغت في زيادة ديونها أو كلتيهما في الآونة الأخيرة.

إن آخر معيارين من معاييرنا يتسمان بأنهما حصريان، وإن كان ذلك في الاتجاه المعاكس، من خلال المطالبة بتحقيق المزيد من الأرباح وامتلاك المزيد من الأصول لكل دولار من قيمة السعر عما تحققه الإصدارات الأكثر شيوعًا. ولكن ليست هذه هي وجهة النظر القياسية للمحلل المالي؛ فأغلبهم سوف يصرون على أن يكون المستثمر المتحفظ مستعدًّا لدفع أسعار كبيرة مقابل أسهم الشركات المختارة. ولقد أوضحنا وجهة نظرنا المخالفة لذلك أعلاه وهي تعتمد إلى حد كبير على غياب عنصر الأمان عندما تعتمد نسبة كبيرة من السعر على تزايد الأرباح المستمر في المستقبل. وسوف يتحتم على القارئ أن يحسم أمره في هذا الشأن وحده بعد أن يزن مدى رجاحة الرأيين.

ومع هذا فقد كنا نميل إلى ضم شرط متواضع فيما يخص معدل النمو خلال العقد الماضي. فبدونه سوف تعاني أية شركة تقليدية تراجع مستوى أدائها فيما يتعلق بربحية كل دولار من قيمة رأس المال المستثمر وليس هناك سبب يدفع المستثمر المحافظ إلى ضم مثل تلك الشركات رغم أن ضم مثل تلك الشركات قد يكون صفقة رابحة إذا ما كانت أسعار أسهمها منخفضة بشكل كافٍ.

إن القيمة القصوى المقترحة التي تزيد على معدل

الأرباح بخمس عشرة مرة قد تؤدي إلى تكوين حافظة مالية تقليدية تتكون من مضاعف متوسط يصل إلى ما يزيد على قيمة الأرباح بـ 12 أو 13 مرة. وينبغي ملاحظة أنه في شهر فبراير عام 1972 تم بيع أسهم شركة أمريكان تل آند تل بما يفوق معدل الأرباح (الحالية) طوال ثلاث سنوات إحدى عشرة مرة. بينما تم بيع أسهم شركة ستاندرد أويل بما يقل عن آخر معدلات أرباحها بـ 10 مرات. ونحن نوصي بأن تتضمن حافظة الأسهم عند تكوينها نسبة الأرباح الكلية إلى السعر - وهي نقيض نسبة السعر إلى الأرباح - ولابد أن تصل إلى نفس مستوى ارتفاع السندات الممتازة الحالي على الأقل. وهذا يعني أن نسبة السعر إلى الأرباح لا تزيد على 13.3% مقابل عائد السندات الذي يصل إلى 7.5% 280 " .

280 في أوائل عام 2003 بلغ عائد سندات الشركات الممتازة (AA) طوال عشر سنوات ما يقرب من 4.6%؛ مما يشير طبقًا لصيغة "جراهام" إلى ضرورة أن تحقق حافظة الأسهم نسبة سعر إلى أرباح تصل إلى مستوى ذلك الارتفاع نفسه على الأقل. وإذا عكسنا هذا الرقم (وذلك بقسمة 4.6 على 100) فسنحصل على "حد أقصى مقترح" لنسبة سعر إلى أرباح تصل إلى 21.7%. في بداية هذه الفقرة، أوصى "جراهام" بأن يتم تسعير "متوسط" السهم بما يقل عن النسبة القصوى بـ 20% مما يعني أن "جراهام" بصفة عامة قد يعتبر بيع الأسهم بما لا يزيد على متوسط أرباح ثلاث سنوات بـ 17 مرة أمرًا جذابًا على ضوء أسعار الفائدة وظروف السوق الحالية.

واعتبارًا من 31 ديسمبر عام 2002 حقق أكثر من مائتي سهم أو ما يزيد على 40% في مؤشر أسهم "إس آند بي 500" متوسط نسبة سعر إلى أرباح طوال ثلاث سنوات يصل إلى 17 أو أقل، فيمكن الاطلاع على أحدث المعلومات حول عوائد السندات الممتازة على موقع www.bondtalk.com .

تطبيق المعايير التي وضعناها على مؤشر "داو جونز"في نهاية عام 1970

لقد انطبقت جميع المعايير المقترحة التي أشرنا إليها على إصدارات مؤشر "داو جونز" في نهاية عام 1970 فيما عدا إصدارين. وفيما يلي مسح شامل تم القيام به بناءً على سعر إغلاق عام 1970 وما صاحبه من أرقام. "البيانات الأساسية لكل شركة من الشركات في الجدولين (14 - 1) و (14- 2)":

1 - 1. الحجم أكثر من كافٍ بالنسبة لكل شركة من الشركات.

2 - 2. يعد الموقف المالي جيدًا في المجمل ، ولكن ليس بالنسبة لكل شركة على حدة.

3 - 3. هناك بعض التوزيعات التي تم دفعها بواسطة جميع الشركات منذ عام 1940 على الأقل. ويعود تاريخ خمسة من سجلات التوزيعات إلى القرن الماضي.

4 - 4. لقد كان إجمالي الأرباح مستقرًّا خلال العقد الماضي، ولم تسجل أي من الشركات أي عجز خلال فترة الازدهار التي استمرت من عام 1961 إلى 1969،

ولكن عانت "كرايسلر"عجزًا محدودًا عام 1970.

5 - 5. ولقد بلغ إجمالي النمو مقارنة متوسطات ثلاث سنوات يفصل بين كل منها عقدان من الزمن 77%، أو 6% سنويًا. ولكن لم تحقق خمس من تلك الشركات نموًا بمعدل الثلث.

6 - 6. لقد بلغت نسبة سعر نهاية العام إلى معدل أرباح متوسط ثلاث سنوات 839 نقطة إلى 55.5 دولار، أو 15 إلى 1 عند الحد الأقصى الذي اقترحناه.

7 - 7. بلغت نسبة السعر إلى قيمة الأصول الصافية 839 إلى 562 أي ضمن الحد الذي اقترحناه الذي يتراوح ما بين 1.5 إلى 1.

ومع ذلك، إذا أردنا تطبيق المعايير السبعة نفسها على كل شركة من تلك الشركات فسوف نجد أن هناك خمس شركات فقط هي التي تنطبق عليها جميع الشروط التي أشرنا إليها وهي: أمريكان كان. أمريكان تل آند تل. أناكوندا. سويفت. وول ورث. ويحتوي الجدول (14 - 3) على إجماليات الشركات الخمس. وتعكس تلك الإجماليات مظهرًا إحصائيًا أفضل من مؤشر داو جونز ككل فيما عدا معدل النمو السابق.

جدول 14-1 بيانات أساسية حول 30 سهمًا بمؤشر "داو جونز" في ديسمبر عام 1971

	السعر 30/9/ 1971	"ربحية السهم" (أ) 30/9 1971	متوسط 68 1970	متوسط 58 1960	توزيعات منذ	صافي قيمة الأصول	التوزيعات الحالية
ألايد كميكال	32.5	1.40	1.82	2.14	1887	26.02	1.20
ألومنيوم كو أوف أمريكا	45.5	4.25	5.18	2.08	1939	55.01	1.80
إمر براندر	43.5	4.32	3.69	2.24	1905	13.46	2.10
آمبركان	33.25	2.68	3.76	2.42	1923	40.01	2.20
إمر. تل آند تل	43	4.03	3.91	2.52	1881	45.47	2.60
أناكوندا	15	2.06	3.90	2.17	1936	54.28	لا شيء
بيتلهيم ستيل	25.5	2.64	3.05	2.62	1939	44.62	1.20
كرايسلر	28.5	1.05	2.72	(0.13)	1926	42.40	0.60
دوبونت	154	6.31	7.32	8.09	1904	55.22	5
إيستمان كوداك	87	2.45	2.44	0.72	1902	13.70	1.32
جنرال إليكتريك	61.25	2.63	1.78	1.37	1899	14.92	1.40
جنرال فودز	34	2.34	2.23	1.13	1922	14.13	1.40
جنرال موتورز	83	3.33	4.69	2.94	1915	33.39	3.40
جوديير	33.5	2.11	2.01	1.04	1937	18.49	0.85
إنترهارفستر	28.5	1.16	2.30	1.87	1910	42.06	1.40
إنتر نيكل	31	2.27	2.10	0.94	1934	14.53	1
إنتر بيبر	33	1.46	2.22	1.76	1946	23.68	1.50
جونز مانفيل	39	2.02	2.33	1.62	1935	24.51	1.20
أوينز إلينوي	52	3.89	3.69	2.24	1907	43.75	1.35
بروكتر آند جامبل	71	2.91	2.33	1.02	1891	15.41	1.50
سيرز روباك	68.5	3.19	2.87	1.17	1935	23.97	1.55
ستند أويل أوف كاليفورنيا	56	5.78	5.35	3.17	1912	54.79	2.80
ستند أويل أوف إن جاي	72	6.51	5.88	2.90	1882	48.95	3.90
سويفت آند كو	42	2.56	1.66	1.33	1934	26.74	0.70
تيكساكو	32	3.24	2.96	1.34	1903	23.06	1.60
يونيون كاربيد	43.5	2.59	2.76	2.52	1918	29.64	2
يونايتد إيركرافت	30.5	3.13	4.35	2.79	1936	47	1.80
يو إس ستيل	29.5	3.53	3.81	4.85	1940	65.54	1.60
ويستنج هاوس	96.5	3.26	3.44	2.26	1935	33.67	1.80
وول وورث	49	2.47	2.38	1.35	1912	25.47	1.20

أ تم تعديلها لتتناسب مع توزيعات الأسهم وتقسيمها..

ب هذه البيانات لاثني عشر شهرًا انتهت في 30 يونيو 1971.

ويشير تطبيقنا لمعايير محددة على مجموعة منتقاة من الأسهم الصناعية إلى أن العدد الذي يتلاءم مع كل اختبار من اختباراتنا سوف لا يتعدى نسبة ضئيلة للغاية من جميع الإصدارات المدرجة. ولقد تكهنا بأن ما يقدر بـ 100 من هذا النوع من الإصدارات يمكن العثور عليه في دليل أسهم مؤشر "ستاندرد آند بورز " في نهاية عام 1970 وهو عدد أكثر من كافٍ ليتيح للمستثمر مجالًا

واسعًا للاختيار الشخصي 281 .

281 يوجد مفرز أسهم سهل الاستخدام متاح على الإنترنت لتصنيف أسهم "إس آند بي 500"طبقًا لغالبية معايير "جراهام" على الموقع التالي / investments / stocks/search / full. www.quicken.com

الجدول 14-2 نسب مهمة لأسهم مؤشر "داو جونز الصناعي" في 30 سبتمبر 1971"

	آلايد كميكال كو	ألومنيوم	أسير براندز	إمر. كان	إمر. تل. آند تل	اناكوندا	بيت لهيم ستيل	كرايسلر	دوبونت	إيستمان كوداك	جنرال إليكتريك	جنرال فودز	جنرال موتورز	جوديير	إنترهارفستر	إنتر نيكل	إنتر بيبر
نسبة السعر إلى الأرباح سبتمبر 1971	18.3	10.7	10.1	12.4	10.8	5.7	12.4	27.0	24.5	35.5	23.4	14.5	24.4	15.8	24.5	22.5	13.6
نسبة السعر إلى الأرباح 1968 1970	18	8.6	11.8	8.9	11	3.9	8.1	10.5	21	35.6	34.4	15.2	17.6	16.7	12.4	14	16.2
عائد التوزيعات الحالي	3.7%	4	5.1	6.6	6	-	4.7	2.1	3.2	1.5	2.3	4.1	4.1	2.5	4.9	3.2	4.6
معدل نمو الأرباح 1968-1970 1958 1960	(-15%)	149%	64.7	52.5	55.2	80	16.4	ـر	(-9)	238.9	29.9	97.3	59.5	93.3	23	123.4	26.1
الأصول الجاريه / الخصوم الجاريه أ	21.0X	2.7	2.1	2.1	1.1	2.9	1.7	1.4	3.6	2.4	1.3	1.6	1.9	2.1	2.2	2.5	2.2
صافي الأصول الجاريه / الدين ب	74%	51	138	91	ج-	80	68	78	609	1764	89	254	1071	129	191	131	62
السعر/ صافي قيمه الأصول	125%	84	282	83	94	28	58	67	280	635	410	240	247	80	66	213	139

	جونز مانفيل	أوينز إلينوي	بروكتر آند جامبل	سيرز روباك	إس تي دي أويل أوف كاليف	إس تي دي أويل أوف إن جاي	سويفت آند كو	تيكساكو	يونيون كاربيد	يونيتد إير كرافت	يو إس ستيل	ويستنجهاوس إي إل	وولوورث
نسبة السعر إلى الأرباح سبتمبر 1971	19.3	13.2	24.2	21.4	9.7	11	16.4	9.9	16.6	9.7	8.3	29.5	19.7
نسبة السعر إلى الأرباح 1968 1970	16.8	14	31.6	23.8	10.5	12.2	25.2	10.8	15.8	7	6.7	28	20.5
عائد التوزيعات الحالي	3	2.6	2.1	1.7	5	5.4	1.7	5	4.6	5.9	5.4	1.9	2.4
معدل نمو الأرباح 1968-1970 1958 1960	43.8	64.7	128.4	145.3	68.8	102.8	24.8	120.9	9.5	55.9	(-21.5)	52.2	76.3
الأصول الجاريه / الخصوم الجاريه أ	2.6	1.6	2.4	1.6	1.5	1.5	2.4	1.7	2.2	1.5	1.7	1.8	1.8
صافي الأصول الجاريه / الدين ب	–	51	400	322	79	94	138	128	86	155	51	145	185
السعر/ صافي قيمه الأصول	158	118	460	285	102	115	158	138	146	65	63	2.86	1.90

أ أخذت الأرقام من نتائج ختام السنة المالية لعام 1970.

ب أخذت الأرقام من كتب مؤشر مودي الصناعي عام 1971.

ج ميزان ديون صافي الأصول الجاريه.

د العجز الذي تم تسجيله عن الفتره ما بين عام 1958 وعام 1960.

"حل" المرافق العامة:

إذا ما انتقلنا الآن إلى مجال أسهم المرافق العامة فسوف يجد المستثمر مجالًا مريحًا وملائمًا لإقامة استثماراته. 282 يتضح لنا أن غالبية الإصدارات قد تم اختيارها بناءً على سجل أدائها ونسب سعرها على ضوء احتياجات المستثمر المتحفظ كما نعتقد. ولكننا نستثني معيارًا واحدًا من اختياراتنا الخاصة بأسهم المرافق العامة. ألا وهو نسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية. إن عنصر رأس المال العامل تتوافر له الحماية الذاتية في هذه الصناعة كجزء من التمويل المستمر عن طريق مبيعات السندات والأسهم، ولكننا نشترط وجود نسبة كافية من رأس مال الأسهم إلى الدين.

282 عندما كان "جراهام" يؤلف هذا الكتاب كان هناك صندوق استثماري رئيسي واحد فقط يتخصص في أسهم المرافق " فرانكلين يوتليتز " أما الآن لم يكن "جراهام" ليتمكن من توقع الخطر المالي الذي تسببت فيه مصانع الطاقة النووية التي تم إلغاؤها، ولم يكن ليستطيع كذلك التنبؤ بعواقب اللوائح غير الجيدة المعمول بها في ولاية كاليفورنيا. إن أسهم المرافق تتسم بالتقلب الشديد عما كانت عليه في أيام "جراهام" ويتحتم على المستثمرين امتلاكها عبر صندوق منوع بشكل جيد ومنخفض التكاليف مثل صندوق " داو جونز يو إس يوتلتيز سيكتور إندكس فاند" ورمزه على شريطة الأسعار (IDU أو " يوتلتيز سيلكت سيكتور SPDR " XLU) لمزيد من المعلومات انظر موقع

www.ishares.com ومـوقع www.spdrindex.com/spde / تأكد من أن سمسارك لن يطالبك بعمولات مقابل إعادة استثمار توزيعات أرباحك).

الجدول 14-3 إصدارات مؤشر داو جونز التي تنطبق عليها معايير استثمارية معينة في نهاية عام 1970

الشركة	النمو أ	مؤشر الاستقرار	صافي الأصول الجارية / الدين	أصول جارية / خصومات جارية	سعر / قيمة دفترية	سعر / أرباح 3 سنوات	سعر / أرباح 1970	سعر 31 ديسمبر 1970
أمريكان كان	55%	85	110%	2.2×	99%	10.5×	11×	39.75
أمريكان تل آند تل	53%	100	ع ت	ع ت	108%	12.5×	12.3×	48.10
أناكوندا	78%	72	120 ×	2.9 ×	38%	5.4 ×	6.7 ×	21
سويفت	25%	77	141%	2.3×	113%	18.1×ب	13.5×	30.25
وول وورث	73%	99	190%	1.8×ج	148%	15.1×	14.4×	36.5
متوسط خمس شركات	57%	86	140%	2.3×	112%	12.3×	11.6×	

أ انظر التعريف صفحة 338.

ب على ضوء الأداء الجيد لشركة سويفت خلال العام الحاف 1970. فنحن نستبعد فترة العجز التي امتدت خلال الفترة ما بين (1968- 1970) هنا.

ج تم تعويض العجز الذي كان أقل من نسبة 2 إلى 1 من خلال هامش تمويل الدين الإضافي.

ع ت = غير قابل للتطبيق. كان دين شركة أمريكان تل آند تل أقل من حصة أسهمها.

في الجدول (14-4) نعرض ملخصًا لخمسة عشر إصدارًا من إصدارات مؤشر داو جونز لأسهم المرافق العامة. ولدواعي المقارنة سوف نجد أن جدول (14- 5) يرسم صورة مماثلة للاختيار العشوائي لخمسة عشر مرفقًا آخر تم انتقاؤها من قائمة بورصة نيويورك.

ومـع حلـول عـام 1972 كـان متـاحًا أمـام المسـتثمر المتحفظ مجال واسع لاختيـار أسهم المرافق العاديـة ينطبق على كل واحد منها شروط الأداء والسعر التي وضعناها. وكانت تلك الشركات تلبي جميع مطالبه من اسـتثمارات الأسـهم العاديـة المختـارة. وبالمقارنـة مع الشركات الصناعية البارزة التي يمثلها مؤشر داو جونز فإنـها قـومت مثـالًا للسـجل الجيـد مـن النمـو السابق، بالإضافة إلى تقلباتها المحدودة في الأرقام السنوية

بسعر منخفض فيما يتعلق بالأرباح والأصول. ولقد كان عائد التوزيعات مرتفعًا بصورة ملحوظة. وكان وضع المرافق بوصفها احتكارات خاضعة للرقابة يعد بمثابة ميزة بالنسبة للمستثمر المحافظ. وطبقًا لأحكام القانون، يحق لتلك المرافق فرض رسوم مجزية بصورة كافية لجذب رأس المال الذي تحتاج إليه لمواصلة عملية توسيع نطاق نشاطها مما يعني تقديم تعويضات كافية للتكاليف التضخمية. وعلى الرغم من أن القيود الرقابية كانت عادة ما تتسم بالتعقيد، بل والبطء أيضًا، فإنها لم تحل بين المرافق وبين تربح عائد جيد من رأس مالها المستثمر المتزايد عبر عدة عقود.

وينبغي أن يكون السعر المعتدل إلى القيمة الدفترية هو سر جاذبية أسهم المرافق العامة لدي المستثمر المتحفظ؛ مما يعني أنه يستطيع تجاهل اعتبارات سوق البورصة، إن أراد ذلك، واعتبار نفسه مالكًا لحصة في أنشطة قوية البنيان تحقق أرباحًا جيدة؛ فأسعار السوق متاحة أمامه دائمًا للاستفادة منها عندما تكون الظروف مواتية سواء لعمليات الشراء بمستويات متدنية وجذابة أو للمبيعات عندما تكون أسعارها شديدة الارتفاع.

يشير سجل السوق لمؤشرات المرافق العامة، التي تم تلخيصها في الجدول (14 - 6)، إلى أنه كانت هناك احتمالات هائلة لتحقيق الربح في تلك الاستثمارات في الماضي. وفي الوقت الذي لم يكن فيه الارتفاع بنفس مستوى المؤشر الصناعي أظهرت المرافق الفردية قدرًا أكبر من استقرار السعر خلال معظم الفترات عن المجموعات الأخرى من الأسهم 283 إنه لأمر مثير ملاحظة كيف تبادلت نسب السعر إلى الأرباح بالنسبة

للصناعات والمرافق أماكنها خلال العقدين الماضيين.

283 فـي إثبـات ملحـوظ لصحة رأي "جراهام"، تغلب مؤشر "ستاندرد آند بورز" للمرافق على مؤشر "ناسداك" خلال الثلاثين عامًا التي تنتهي في 31 ديسمبر عام 2002.

الجدول 14- 6 تطورات الأسعار ونسب السعر إلى الأرباح لمختلف متوسطات "ستاندرد آند بورز" خلال الفترة ما بين 1948 إلى 1970.

العام	الصناعات السعر أ	نسبة السعر إلى الأرباح	السكك الحديدية السعر أ	نسبة السعر إلى الأرباح	نسبة السعر إلى الأرباح	المرافق السعر أ
1948	15.34	6.56	15.27	4.55	16.77	10.03
1953	24.84	9.56	22.60	5.42	24.03	14.00
1958	85.65	19.88	34.23	12.45	43.13	15.59
1963	79.25	18.18	40.65	12.78	43.13	20.44
1968	113.02	17.80	54.15	14.21	66.69	15.87
1970	100.00	17.84	34.40	12.83	61.75	13.16

أ الأسعار عند نهاية العام

إن هذه التقلبات سوف تعني الكثير بالنسبة للمستثمر النشط أكثر من المستثمر السلبي، ولكنها توحي بأنه حتى المحافظ المالية الدفاعية يجب أن يتم تغييرها من آن لآخر خاصة إذا ما كانت الأوراق المالية التي تم شراؤها كانت باهظة ويمكن تبديلها بإصدارات أخرى تكون معقولة السعر. ولكن للأسف هناك ضرائب أرباح رأسمالية يجب سدادها ولكن التجربة علمتنا أن البيع وسداد الضريبة أهون من عدم البيع وعض الأنامل فيما بعد من الندم.

الاستثمار في أسهم المشروعات المالية

هنـاك مجموعـة متنوعـة مـن المؤسـسات التجاريـة والصناعية التي تندرج تحت لواء "الشركات المالية"، ومـن بينـها البنـوك وشـركات التـأمين والمـدخرات

ومؤسسات الإقراض وشركات الائتمان والقروض الصغيرة وشركات الرهن العقاري و"شركات الاستثمار" (صناديق الاستثمار) 284 . وتجمع بين تلك المشروعات جميعًا سمة واحدة تتمثل في أنها تحتفظ بجانب صغير من أصولها في صورة أشياء مادية مثل الأصول الثابتة ومخزون البضائع ولكن على الجانب الآخر، فإن غالبية هذه الفئات لديها التزامات قصيرة الأجل تفوق رأس مال أسهمها؛ لهذا يعد مدى قوة الموقف المالي لهذه المؤسسات وثيق الصلة بهذا الأمر أكثر من حالات التصنيع التقليدية أو المشروعات التجارية. ولقد أدى هذا الأمر إلى ظهور أشكال شتى من الرقابة والإشراف كان الهدف منها جميعًا هو توفير الضمان اللازم للحيلولة دون القيام بالممارسات المالية غير الصحيحة.

284 تضم صناعة الخدمات المالية في الوقت الحالي المزيد من الفئات بما في ذلك البنوك التجارية، المدخرات والقروض وشركات التمويل العقاري، والشركات المالية التي تقدم خدماتها للمستهلكين مثل شركات إصدار بطاقات الائتمان والمديرين الماليين وشركات أمناء الاستثمار، وبنوك الاستثمار والسمسرة، وشركات التأمين والمؤسسات التي تزاول الأنشطة المتعلقة بالعقارات وامتلاكها، بما في ذلك صناديق الاستثمار العقاري. وعلى الرغم من أن هذا القطاع أكثر تنوعًا اليوم عن ذي قبل، إلا أن "جراهام" يحذر من أن صحة الموقف المالي تنطبق في هذه الحالة أكثر من أي وقت آخر.

وبصفة عامة فإن أسهم المشروعات المالية قد أدت إلى نتائج استثمارية مشابهة لتلك التي تؤدي إليها أنواع الأسهم العادية الأخرى. الجدول (14 - 7) يبين تغيرات السعر خلال الفترة ما بين 1948 و 1970 في ست مجموعات تمثلها مؤشرات ستاندرد آند بورز لسعر الأسهم. ويمثل المتوسط خلال الفترة ما بين عامي 1941 و1943 رقم 10 وهو المستوى الأساسي. لقد تراوحت أرقام نهاية عام 1970 ما بين 44.3 لأسهم بنوك نيويورك التسعة و 218 لأسهم شركات التأمين على الحياة الإحدى عشرة. وخلال الفترات التي تخللت ذلك كان هناك تغيير هائل في تحركات أسعار تلك الأسهم. فعلى سبيل المثال، كان أداء أسهم بنك نيويورك سيتي جيدًا خلال الفترة ما بين عامي 1958 وعامي 1968، ولكن على النقيض من هذا الأداء الرائع كانت مجموعة شركات التأمين على الحياة المذهلة قد خسرت في الفترة ما بين عام 1963 و 1968. إن تلك التحركات المعاكسة تحدث في العديد من المجموعات الصناعية داخل مؤشرات ستاندرد آند بورز.

الجدول 14- 7 التحركات النسبية لأسعار أسهم مختلف أنواع الشركات المالية في الفترة ما بين عام 1948 و1970.

	1948	1953	1958	1963	1968	1970
التأمين على الحياة	17.1	59.5	156.6	318.1	282.2	218
التأمين على الممتلكات والالتزامات	13.7	23.9	41	64.7	99.2	84.3
بنوك مدينة نيويورك	11.2	15	24.3	36.8	49.6	44.3
بنوك خارج مدينة نيويورك	16.9	33.3	48.7	75.9	96.9	83.3
الشركات المالية	15.6	27.1	55.4	64.3	92.8	78.3
شركات القروض المحدودة	18.4	36.4	68.5	118.2	142.8	126.8
مؤشر "ستاندرد آند بورز" المركب	13.2	24.8	55.2	75	103.9	92.2

أ أرقام نهاية العام من مؤشرات ستاندرد آند بورز لأسعار الأسهم. متوسط 1941-1943=10

وليس لدينا تعليقات مفيدة فيما يتعلق بهذا الجانب

الهائل من الاستثمار بخلاف نصيحتنا بضرورة تطبيق المعايير الحسابية نفسها الخاصة بالسعر فيما يتعلق بالأرباح والقيمة الدفترية، على اختيار الشركات في تلك المجموعات كما أشرنا فيما يتعلق بالاستثمارات الصناعية واستثمارات المرافق العامة.

إصدارات السكك الحديدية

إن للسكك الحديدية قصة مختلفة تمامًا عن قصة المرافق؛ فلقد عانت شركات النقل معاناة شديدة من وطأة المنافسة المحتدمة والإجراءات الرقابية الصارمة. (بالإضافة إلى مشكلة تكلفة العمالة الصعبة، ولكن ليست السكك الحديدية وحدها التي تعاني تلك المشكلة)؛ فقد استولت السيارات والأتوبيسات وخطوط الطيران على جانب كبير من نشاطها وتركت باقي الشركات بدون أرباح؛ في حين استولت الشاحنات على جانب كبير كذلك من نشاط الشحن وأشهرت نصف شركات السكك الحديدية إفلاسها (أو "وضعت تحت إدارة أمناء استثمار") في فترات مختلفة خلال الخمسين عامًا الماضية.

ولكن لم تكن سنوات نصف القرن كلها عجافًا بالنسبة لشركات النقل؛ فقد مرت هذه الصناعة بفترة ازدهار خاصة إبان سنوات الحرب؛ فقد نجحت بعض الشركات في الحفاظ على قدرتها على تحقيق الأرباح وتوزيعاتها على الرغم من الصعوبات العامة.

لقد ارتفع مؤشر "ستاندرد آند بورز "سبع مرات من الانخفاض الذي شهده عام 1942 إلى ارتفاع عام 1968،

وهو مستوى لا يقل كثيرًا عن نسبة الأرباح في مؤشر المرافق العامة. ولكن أصاب إشهار إفلاس شركة بن سنترال ترانسبورتشن كو أهم شركات السكك الحديدية العالم المالي بصدمة عام 1970؛ فمنذ عام أو عامين سابقين، تم بيع السهم بسعر يقارب أعلى مستوى سعر وصل إليه على مر تاريخه الطويل وظل يدر توزيعات لما يزيد على 120 عامًا! (في صفحة 461 نعرض لتحليل موجز لشركة السكك الحديدية هذه للدلالة على أنه كان في استطاعة أي طالب مجتهد اكتشاف أوجه الضعف التي تشوب صورة الشركة وينصح بالابتعاد عن امتلاك أوراقها المالية). ولقد تأثر مستوى سوق أسهم السكك الحديدية ككل تأثرًا شديدًا بهذه الكارثة المالية.

ليس من الصواب في شيء إبداء توصيات عامة بشأن جميع فئات الأوراق المالية، وكذلك الحال بالنسبة لأية إدانات إجمالية. ويشير سجل أسعار أسهم السكك الحديدية في الجدول (14 - 6) إلى أن مجموعة الأسهم قد أتاحت بصفة عامة فرصًا لتحقيق أرباح هائلة (ولكننا نعتقد أن الارتفاعات الهائلة في حد ذاتها لا مبرر لها) لذلك نحن نقصر اقتراحنا على ما يلي: لا يوجد مبرر قوي يجعل المستثمر يمتلك أسهم سكك حديدية، وقبل قيامه بشراء أي من تلك الأسهم عليه أن يتأكد من أنه يحصل على مقابل ما دفعه من مال، وإلا فعليه أن يبحث عن شيء آخر بدلًا منها 285 .

285 عدد ضئيل من أسهم السكك الحديدية التي كتب لها البقاء، بما في ذلك شركة بيرلينجتون نورثرن، و سي إس أكس، و "نورفولك ساذرن ويونيون باسيفيك.

وتتلاءم النصيحة في هذا القسم مع أسهم شركات الطيران حاليًا بما تكبدته من خسائر حالية هائلة ونصف قرن حققت نتائج ضعيفة باستمرار كما كانت تلائم شركات السكك الحديدية أيام "جراهام".

الاختيارات المتاحة أمام المستثمر المتحفظ

إن كل مستثمر يود أن تكون قائمته أفضل أو تحقق ثمارًا أكثر من المتوسط. وبالتالي سوف يتساءل القارئ لو لجأ إلى مستشار كفء أو محلل مالي بارع ما إذا كان لن يتمكن من الحصول على مجموعة استثمارية تتوافق فيها مميزات فائقة. وقد يردد لنفسه قائلًا: "على أية حال، القواعد التي حددتها بسيطة للغاية وسهلة التطبيق. وينبغي للمحلل المحنك تسخير جميع مهاراته والأساليب المتاحة أمامه لتحسين شيء واضح مثل قائمة "داو جونز". وإلا ما هو نفع جميع إحصائياته وتكهناته وآرائه؟".

فلنفترض كنوع من الاختبارات العملية أننا طلبنا من مائة من المحللين الماليين اختيار "أفضل" خمسة أسهم في مؤشر داو جونز يمكن شراؤها في نهاية عام 1970. سوف يقع اختيار عدد ضئيل منهم على خيارات متشابهة، وكان العديد من القوائم سيختلف اختلافًا تامًّا عن بعضه البعض.

وهذا أمر لا يبعث على الدهشة كما قد يبدو في البداية. ويرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى أن السعر الحالي لكل سهم بارز يعكس العوامل المهمة في سجله المالي إلى جانب الرأي العام فيما يتعلق بمستقبله؛ لذلك فإن

رأي أي محلل حول مدى أفضلية سهم من الأسهم يجب أن ينبع من ذاته واعتقاداته الشخصية وتوقعاته، أو من تركيزه على مجموعة واحدة من العوامل عن غيرها عند تقييم الأسهم. وإذا ما اتفقت آراء جميع المحللين على أن سهمًا من الأسهم يعد أفضل من غيره، فسرعان ما سيرتفع إلى سعر يعوض جميع مزاياه السابقة 286 " .

286 إن "جراهام" يلخص في هذا الرأي ما يعرف بـ "افتراضات السوق المتسمة بالكفاءة" وهي نظرة أكاديمية مفادها أن سعر كل سهم يضم جميع المعلومات العامة المتاحة عن الشركة. ومع وجود ملايين المستثمرين الذين يجوبون السوق كل يوم، فإنه ليس من المحتمل أن يستمر سوء تقدير الأسعار لفترة طويلة. وهناك تلك النكتة التي تقول إن اثنين من أساتذة علم المالية كانا يسيران على الرصيف حين لاحظ أحدهما وجود ورقة مالية من فئة الـ 20 دولارًا ملقاة على الأرض، وحين هَمَّ بالتقاطها بادره الآخر قائلًا : "لا تشغل بالك، لو أنها ورقة حقيقية من فئة الـ 20 دولارًا لكان التقطها أحدهم"، وفي الوقت الذي تفتقر فيه السوق إلى الكفاءة وهو عادة ما يكون كذلك في أغلب الأوقات فإن المستثمر الذكي سوف يستعد لالتقاط الأسهم الجيدة الموجودة في السوق بعد دراستها بدقة وخفض تكاليف التداول والضريبة.

إن القول بأن السعر الحالي يعكس الحقائق المعروفة والتوقعات المستقبلية كان الهدف منه هو التأكيد على الأسس المزدوجة لتقييمات السوق. ويضاهي هذان النوعان من عناصر القيمة أسلوبين مختلفين من

أساليب تحليل الأوراق المالية. ولكن كن على يقين من أن محلل كل مكون من المكونات يتطلع إلى المستقبل وليس إلى الماضي سوف يعلم ما إذا كان عمله جيدًا أو سيئًا بناءً على ما سوف يحدث في المستقبل وليس ما حدث بالفعل . ومع ذلك يمكن التعامل مع المستقبل بطريقتين مختلفتين يطلق على إحداهما طريقة التنبؤ (أو التكهن) ويطلق على الأخرى طريقة الحماية 287 .

287 تعد هذه إحدى النقاط الجوهرية في كتاب " جراهام". إن جميع المستثمرين يعملون في ظل مفارقة مريرة: إننا نستثمر في الحاضر ولكن من أجل المستقبل، ولكن لسوء الحظ المستقبل ليس مضمونًا ولا يمكن الاعتماد على التضخم وأسعار الفائدة، ففترات الكساد الاقتصادي تحدث بصورة عشوائية؛ فالاضطرابات الجغرافية والسياسية مثل الحرب ونقص السلع والإرهاب تحدث بدون سابق إنذار، وهكذا يتبدل مصير الشركات وأنشطتها إلى نقيض ما يتوقعه غالبية المستثمرين. لهذا يعد الاستثمار القائم على التكهن لعبة الخاسر، وحتى تنبؤات الخبراء المزعومين لا يعتمد عليها شأنها في ذلك شأن إلقاء العملة في الهواء. ويعد الاستثمار القائم على الحماية بالنسبة لغالبية الأفراد الذين يبالغون فيما يدفعونه مقابل الأسهم ويبالغون أيضًا في ثقتهم بصحة حكمهم على الأشياء هو أفضل الحلول. ويتناول "جراهام" هذا المفهوم بالتفصيل في الفصل العشرين.

وسوف يحاول الذين يؤكدون ضرورة اتباع أسلوب التكهن استشراف مستقبل الشركة خاصة فيما يتعلق

بمعرفة مدى استمرار الأرباح في تحقيق نمو متواصل وواضح. وقد تكون تلك الاستنتاجات قائمة على دراسة متأنية لعوامل مثل العرض والطلب في النشاط أو الحجم أو السعر أو التكاليف أو قد تستقى من تنبؤ ساذج لمسار النمو السابق في المستقبل. وإذا ما كان لدى السلطات قناعة بأن الاحتمالات المستقبلية على المدى الطويل سوف تكون مواتية بصورة استثنائية، فسوف يوصون بشراء السهم بغض النظر عن مستوى سعره. وكان هذا على سبيل المثال هو الموقف العام فيما يتعلق بأسهم النقل الجوي هو موقف استمر لسنوات على الرغم من النتائج السيئة التي نجمت عن ذلك في أعقاب عام 1946. ولقد علقنا في المقدمة على الاختلاف القائم بين حركة السعر القوية وسجل أرباح هذا النشاط الذي يبعث على الإحباط نسبيًا.

وعلى النقيض من ذلك، فإن الذين يؤكدون ضرورة توافر الحماية يهتمون بسعر الورقة المالية في أثناء إجراء الدراسة اهتمامًا خاصًا. وتنصب جهودهم بصفة رئيسية على وجود هامش للقيمة الحالية يزيد على سعر السوق، وهذا الهامش يمكنه استيعاب التطورات غير المواتية التي يحملها المستقبل في جعبته؛ لذلك فإن اهتمامهم لا ينصب بصفة عامة على احتمالات نمو الشركة في المستقبل بقدر ما ينصب على اليقين من استمرار المشروع في المضي قدمًا.

ويمكن أن نطلق على الأسلوب الأول، القائم على التكهن، الأسلوب النوعي؛ وذلك لأنه يركز على عوامل مثل احتمالات النمو والإدارة وغيرها من العوامل التي لا

يمكن قياسها، وإن كانت شديدة الأهمية، وجميعها عوامل تندرج تحت عنوان الجودة. أما الأسلوب الآخر، أو الأسلوب القائم على توفير الحماية، فيمكن أن يطلق عليه الأسلوب الكمي أو الإحصائي؛ وذلك لأنه يؤكد العلاقة القائمة بين سعر البيع والأرباح والأصول والتوزيعات... إلخ والتي يمكن قياسها. ومن قبيل المصادفة أن الأسلوب الكمي يعد بمثابة امتداد داخل مجال الأسهم العادية لوجهة النظر القائلة بأن تحليل الأوراق المالية كان صائبًا في اختيار السندات والأسهم المنتقاة من أجل الاستثمار.

وفيما يتعلق باتجاهاتنا وعملنا المهني، فإننا كنا نلتزم دائمًا بالأسلوب الكمي؛ فمنذ البداية ونحن نسعى لضمان حصولنا على قيمة مرتفعة مقابل ما ندفعه من أموال في صورة ملموسة وواضحة. ولم يكن لدينا الاستعداد لقبول الاحتمالات والوعود التي يحملها المستقبل كنوع من التعويض عن افتقار وجود قيمة كافية في قبضتنا؛ ومما لا شك فيه أن هذه كانت وجهة النظر القياسية للمؤسسات الاستثمارية؛ بل إن الغالبية العظمى منها سوف تؤيد في حقيقة الأمر وجهة النظر القائلة بأن الاحتمالات ومدى جودة الإدارة وغيرها من العوامل غير المادية؛ بالإضافة إلى "العنصر البشري" تفوق في أهميتها المؤشرات التي تتضمنها أية دراسة للسجل السابق للشركات وميزانيتها العمومية وجميع الأرقام العشوائية الأخرى.

لذلك يعد اختيار "أفضل" الأسهم في جوهره أمرًا مثيرًا للجدال؛ لهذا ننصح المستثمر المتحفظ بأن يترك هذا

الموضوع وشأنه وأن يركز على التنويع أكثر من التركيز على الاختيار الفردي للأسهم. ومن قبيل المصادفة أن فكرة التنويع واسعة الانتشار تعد ولو بصورة جزئية نقيض المزاعم الطموحة لأسلوب الانتقاء. لو كان بوسع المرء ألا يخطئ في اختيار أفضل الأسهم، عندئذٍ فإنه يتعرض للخسارة فقط إذا لجأ إلى التنويع. ومع ذلك، ففي إطار القواعد الأربع العامة لاختيار الأسهم العادية التي اقترحناها من أجل المستثمر المتحفظ (الفصل الخامس) هناك متسع لمساحة من حرية الاختيار والمفاضلة. وعلى أسوأ الفروض، فإن إتاحة المجال أمام المفاضلة لن يضر في شيء، بل على العكس قد يضفي شيئًا ذا قيمة للنتائج. وبالنسبة للتأثير المتزايد للتطورات التكنولوجية على نتائج الشركات طويلة الأجل، فإن المستثمر لا يستطيع غض الطرف عنها؛ لذلك عليه أن يتبع منهجًا وسطًا بحيث لا يجنح إلى الإهمال أو إلى المبالغة.

تعليقات على الفصل الرابع عشر

من يظن نفسه واثقًا بتحقيق الربح لن يصبح ثريًا أبدًا؛ ومن يظن أن المغامرة هي سبيله الوحيد للوصول إلى مبتغاه، فسوف ينتهي به المطاف إلى التحطم على صخرة الفقر؛ لذلك لابد أن تمتزج روح المغامرة بالحقائق المؤكدة التي تحول بينك وبين الخسارة.

ـ سير فرانسيس بيكون

نقطة الانطلاق

كيف يمكنك أن تتعامل مع الخطوات الأساسية في عملية اختيار الأسهم؟ يرى "جراهام" أنه بوسع المستثمر المتحفظ أن يقوم "بمنتهى البساطة" بشراء جميع أسهم مؤشر داو جونز الصناعي. إن المستثمر المتحفظ يمكنه أن يفعل ما هو أفضل من ذلك من خلال شراء صندوق كامل مرتبط بمؤشر سوق البورصة ويضم جميع الأسهم التي تستحق أن يمتلكها. ويعد صندوق المؤشر منخفض التكلفة أفضل وسيلة متاحة للاستثمار في الأسهم ذات الوقاية المحدودة وأية محاولة لتحسين الوضع سوف تتطلب عملًا (ينطوي على مخاطرة شديدة وتكاليف مرتفعة) يفوق ما يستطيع المستثمر المتحفظ بحق تبريره.

إن قيامك بالبحث عن أسهمك الخاصة ومحاولة اختيارها ليس أمرًا ضروريًا؛ وبالنسبة لغالبية الأفراد فهو أمر لا ننصحهم بالقيام به. ومع ذلك فإن بعض المستثمرين المتحفظين يستمتعون بخوض التحدي

الفكري الذي تمثله عملية اختيار الأسهم الفردية، وإذا كنت قد نجوت من آثار سوق المضاربة على الهبوط ولاتزال تستمتع بعملية اختيار الأسهم، فما من شيء يمكن أن أقوله أو يقوله "جراهام" سوف يجعلك تعدل عن رأيك. وفي هذه الحالة، بدلًا من أن تجعل الصندوق الذي يرتبط بمؤشر سوق الأسهم يشكل حافظتك المالية بأسرها، اجعله الأساس الذي تقوم عليه الحافظة. وبمجرد أن تُرسي هذه القواعد في مكانها الصحيح يمكنك أن تتحسس مواطن اختيارات الأسهم. وعليك أن تضع 90% من الأموال المخصصة للاستثمار في الأسهم بأحد الصناديق المرتبطة بمؤشر من المؤشرات مع تخصيص 10% من أجل محاولة اختيار الأسهم بنفسك، ولكن بعد أن تتمكن من إقامة الأسس المتينة التي تمكنك من اكتشاف ما تريده من أسهم. (لمعرفة مدى أهمية التنويع على نطاق واسع نرجو الاطلاع على هامش الصفحة التالية).

لماذا يجب اللجوء إلى التنويع؟

في أثناء سوق المضاربة على الصعود الذي شهدته فترة التسعينيات كان أحد الانتقادات الشائعة الموجهة إلى أسلوب التنويع هو أنه يؤدي إلى خفض احتمالات حصولك على عوائد مرتفعة. وعلى أية حال، إذا كان في استطاعتك العثور على سهم شركة أخرى ناجحة مثل شركة مايكروسوفت أفلن يكون من المنطقي بالنسبة لك أن تضع كل بيضك في هذه السلة وحدها؟

حسنًا، بالطبع هذا ما يحدث. وكما قال المؤلف الفكاهي ويل روجرز ذات مرة: لا تقامر؛ فكل ما عليك فعله هو أخذ جميع مدخراتك وشراء بعض الأسهم الجيدة والاحتفاظ بها إلى أن ترتفع قيمتها وعندئذٍ تقوم ببيعها. أما إذا لم تكن سترتفع فلا تقم بشرائها من البداية".

ولكن كما كان يعرف "روجرز" أن التنبؤ بالمستقبل نعمة لا ينالها إلا عدد محدود من المستثمرين. ومهما شعرنا بالثقة، فما من سبيل لمعرفة ما إذا كان السهم سوف يرتفع قيمته أم لا إلا بعد أن نقوم بشرائه؛ لذلك فإن السهم الذي قد نظن أنه سوف يحقق ما حققه سهم مايكروسوفت قد يكون مثل سهم شركة ميكروستراتيجي. (إن هذه الشركة التي كانت في أحد الأيام إحدى نجوم سوق البورصة هبطت قيمتها من 3130 دولارًا للسهم في مارس عام 2000 إلى 15.10 دولار في نهاية عام 2002 بخسارة تفوق الخيال وصلت إلى 99.5%)1؛ لذلك فإن توزيع أموالك على العديد من الأسهم والصناعات هو الضمان الوحيد الذي يعتمد عليه ضد مخاطرة سوء الاختيار.

إن التنويع لا يحد من احتمالات وقوعك في الخطأ فحسب، بل يزيد من احتمالات كونك على صواب. فبعد مرور فترات طويلة من الزمن تتحول حفنة من الأسهم إلى "أسهم خارقة" ترتفع قيمتها إلى 10000% أو أكثر. لقد قامت مجلة *Money* بتحديد ثلاثين من أفضل الأسهم أداءً طوال ثلاثين عامًا تنتهي في 2002، وكانت القائمة تضم أسهمًا لا يمكن التنبؤ بها؛ فبدلًا من وجود العديد من أسهم التكنولوجيا والرعاية الصحية كان بها أسهم شركات مثل ساوث ويست إيرلاينز وورثينجتون ستيل ومتاجر دولار جنرال التي تبيع بتخفيضات وشركة اليو إس تي2. فإذا كنت تظن أنك كنت تستطيع أن تراهن بمبلغ كبير من المال على أي من هذه الأسهم في عام 1972 فأنت تخدع نفسك.

وعليك أن تنظر إلى الأمر على هذا النحو: في وسط الكومة الهائلة من القش يمكنك العثور على حفنة ضئيلة من الإبر التي يمكن أن تحقق لك أرباحًا هائلة. وكلما زاد عدد ما تملك من كومات القش، زادت احتمالات عثورك على عدد أكبر من تلك الإبر. وعن طريق امتلاك كل أكوام القش (من خلال الصندوق الذي يرتبط بأحد المؤشرات الذي يتبع سوق البورصة الأمريكية) عندئذٍ تضمن العثور على كل الإبر مما يجعلك تحصل على عوائد جميع الأسهم الممتازة. إذا كنت مستثمرًا متحفظًا على الأخص، فلماذا تبحث عن الإبر إذا كنت تستطيع امتلاك القش كله؟

1 نظرًا لملاءمتها لتقسيم الأسهم، فقد بدت شركة ميكرو ستراتيجي كأنها شركة مايكروسوفت القادمة في أوائل عام 2000 بالنسبة للعديد من الأفراد. فقد حقق السهم أرباحًا بلغت 566.7% في عام 1999، وحينها صرح رئيسها "مايكل سايلور" قائلًا: "إن مستقبلنا اليوم لهو أفضل مما كان عليه منذ 18 شهرًا مضت". ولكن قامت هيئة الأوراق والأسواق المالية الأمريكية باتهام الشركة بارتكاب أعمال الاحتيال المحاسبية ودفع "سايلور" غرامة تبلغ قيمتها 8.3 مليون دولار لتسوية هذه التهم.

2 مقال "جون بيرجر" "The 30 Best Stocks" مجلة *Money* خريف عام 2002 ص 88 - 95.

الاختيار، الاختيار

دعونا نقم بتحديث معايير "جراهام" الخاصة باختيار الأسهم.

الحجم المناسب. لكي يتمكن غالبية المستثمرين المتحفظين، في الوقت الراهن من "استبعاد الشركات الصغيرة" عليهم الابتعاد عن الأسهم التي يقل إجمالي قيمتها السوقية عن ملياري دولار. في أوائل عام 2003، كان لا يزال أمامك 437 شركة من شركات مؤشر ستاندرد آند بورز 500 للأسهم للاختيار فيما بينها.

ومع ذلك يستطيع المستثمرون المتحفظون في الوقت الحالي على النقيض من أقرانهم المستثمرين الآخرين

أيام "جراهام"، امتلاك شركات صغيرة عن طريق شراء صندوق مشترك متخصص في الأسهم الصغيرة. ومرة أخرى يعد مؤشر مثل فانجارد لرءوس الأموال الصغيرة أول الخيارات المتاحة على الرغم من أن هناك صناديق نشطة متاحة بأسعار معقولة من مؤسسات مثل آيال و تي راو برايس و رويس و ثيرد أفانيو.

المركز المالي القوي. طبقًا لخبراء السوق الإستراتيجيين "ستيف جالبريث" و "جاي لاسوس" بمؤسسة "مورجان ستانلي" في بداية عام 2003 كان يوجد بمؤشر "إس آند بي 500 "، 120 شركة ينطبق عليها اختبار النسبة الحالية 2 إلى 1 الذي وضعه "جراهام". ومع بلوغ الأصول الجارية لما يصل إلى ضعف قيمة الخصوم الجارية يتوافر لتلك الشركات رأس مال عامل ضخم يجعلها تعبر الأوقات العصيبة بسلام.

لقد كان وول ستريت دائمًا ما يعج بالمفارقات الساخرة المريرة، ولقد أحدث انفجار فقاعة سهم النمو نوعًا من الفرقعة في عالم الأسهم: ففي عامي 1999 و2000 كان يفترض أن تحقق أسهم التكنولوجيا المتقدمة والتكنولوجيا الحيوية والاتصالات "معدلات نمو شديدة الارتفاع"، ولكن انتهى بها المطاف بالتسبب في حدوث انكماش شديد لمعدلات نمو أسهم المستثمرين. ولكن بحلول أوائل عام 2003 اكتملت الدائرة وأصبح يغلب على أسهم النمو هذه طابع مالي محافظ وازداد حجم رأس مالها العامل وأصبحت غنية بالنقد وبدون أية ديون، ويحتوي الجدول التالي على عينة من تلك الأسهم:

الشكل (14 - 1) كل ما هو جديد قديم مره أخرى

الشركة	الأصول الجارية	الخصوم الجاريه	نسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجاريه	دين طويل الأجل	نسبة الدين طويل الأجل إلى رأس المال العامل
أبلايد ميكرو سيركويتس	1091.2	61.9	17.6	صفر	لا يوجد
ليبيار كيو تكنولوجي	1736.4	148.1	11.7	صفر	لا يوجد
كيو لوجيك	713.1	69.6	10.2	صفر	لا يوجد
أنالوج دفايسز	3711.1	467.3	7.9	1274.5	0.39
كوالكوم	4368.5	654.9	6.7	156.9	0.04
ماكسيمام إنتجريتد برودكتس	1390.5	212.3	6.5	صفر	لا يوجد
أبلايد ماتريالز	7878.7	1298.4	6.1	573.9	0.09
تيلابس المحدودة	1533.6	257.3	6	0.5	0.0004
سابينتك أتلانتا	1259.8	252.4	5	8.8	0.01
ألتيرا كورب	1176.2	240.5	4.9	صفر	لا يوجد
زلينكس المحدودة	1108.8	228.1	4.9	صفر	لا يوجد
أمريكان باور كونفرجن	1276.3	277.4	4.6	صفر	لا يوجد
تشيرون كورب	1393.8	306.7	4.5	414.9	0.38
بايوجين المحدودة	1194.7	265.4	4.5	39	0.04
نوفاليس سيستمز	1633.9	381.6	4.3	صفر	لا يوجد
أمجن المحدودة	6403.5	1529.2	4.2	3039.7	0.62
إل. سي. أي لوجك كورب	1626.1	397.8	4.1	1287.1	1.05
روان كور	469.9	116	4.1	494.8	1.40
بايومت المحدوده	1000	248.6	4	صفر	لا يوجد
سيبل سيستمز	2588.4	646.5	4	315.6	0.16

جميع الأرقام التي تصل قيمتها إلى ملايين الدولارات موجودة بأحدث البيانات المالية المتاحة اعتبارًا من 31/12/2002. رأس المال العامل يساوي حاصل طرح الأصول الجارية من الخصوم الجارية.

يتضمن الدين طويل الأجل الأسهم الممتازة ولا يتضمن الضرائب المستحقة المؤجلة.

المصادر: "مورجان ستانلي"؛ بيزلاين؛ قاعدة بيانات EDGAR على موقع www.sec.gov .

في عام 1999 كانت غالبية تلك الشركات من بين أكثر الشركات قربًا إلى قلب السوق وتمتلك إمكانات تؤهلها لتحقيق معدلات نمو مرتفعة. وبحلول عام 2003 قدمت

الدليل الملموس على القيمة الحقيقية.

إن الدرس المستفاد هنا هو ليس أن تلك الأسهم "أمر مضمون"، أو أنه يتحتم عليك أن تهرع وتشتري كل شيء (أو أي شيء) في هذا الجدول 288 . ولكن ينبغي عليك أن تعلم أن المستثمر المتحفظ يمكن أن ينال ما يشتهي من الثمار إن هو أمعن النظر وسط حطام سوق المضاربة على الهبوط. ولا يزال معيار "جراهام" الخاص بالقوة المالية ساري المفعول: لذلك إذا قمت بإعداد سلة متنوعة من الأسهم تبلغ قيمة أصولها الجارية ضعف قيمة خصومها الجارية على الأقل ولا يتجاوز دينها طويل الأجل قيمة رأسمالها العامل عندئذٍ سوف يتوافر لديك مجموعة من الشركات التي يغلب الطابع المحافظ على عمليات تمويلها وتتميز بقدرة هائلة على البقاء. وتتوافر أفضل القيم حاليًا في الأسهم التي كانت جيدة فيما مضى، ولكنها فقدت حظوتها منذ ذلك الحين. وعبر مراحل التاريخ كانت تلك الأسهم توفر هامش الأمان الذي يسعى وراءه المستثمر المتحفظ.

288 بحلول الوقت الذي تقرأ فيه هذا الكتاب سوف يكون قد تغير الكثير بالفعل منذ نهاية عام 2002.

استقرار الأرباح . طبقًا لمؤسسة "مورجان ستانلي"، حققت 86% من جميع شركات مؤشر إس إند بي 500 أرباحًا إيجابية سنوية منذ عام 1993 وحتى عام 2002. لذلك فإن إصرار "جراهام" على "تحقيق الأسهم العادية لبعض الأرباح في كل عام من الأعوام العشرة الماضية" يظل اختبارًا ناجحًا وعسيرًا يكفي لاستبعاد الأسهم

الخاسرة ولكن دون أن يؤدي إلى الحد من الخيارات المتاحـة أمامك لتقتصر بذلك على عينة صغيرة غير واقعية.

سجل توزيعات الأرباح. اعتبارًا من أوائل عام 2003، وطبقًا لمؤشر ستاندرد آند بورز، تقوم 354 شركة في مؤشـر إس آنـد بـي 500 (أو 71% مـن إجمـالي عـدد الشركات) بدفع توزيعات. ولا يقل عدد الشركات التي قامت بدفع التوزيعات طوال عشرين عامًا متعاقبة على الأقل عن 255 شركة. وطبقًا لمؤشر إس آند بي، فإن 57 شركة من شركات المؤشر قامت بزيادة توزيعاتها طوال خمسة وعشرين عامًا متعاقبة. وعلى الرغم من عدم وجـود مـا يضـمن اسـتمرار تلـك الشـركات فـي زيـادة توزيعاتــها للأبـد، فإنـه مؤشـر إيجـابي يبعـث علـى الاطمئنان.

المصدر: ستاندرد آند بورز

بيانات خاصة بتاريخ 31 / 12 / 2002

معدل نمو الأرباح . كم يبلغ عدد الشركات في مؤشر إس آند بي 500 التي نجحت في زيادة ربحية السهم بما يصل إلـى "الثلث على الأقل"، كما يشترط "جراهام" خلال عشر سنوات تنتهي في عام 2002؟ (سوف نقوم باحتساب متوسط أرباح كل شركة منذ عام 1991

وحتى عام 1993 ثم نحدد ما إذا كان متوسط الأرباح منذ عام 2000 وحتى عام 2002 أعلى من 33% على الأقل أم لا). وطبقًا لمؤسسة "مورجان ستانلي" نجحت 264 شركة في مؤشر إس آند بي 500 في اجتياز ذلك الاختبار. ولكن يبدو أن "جراهام" قد وضع هنا حدًّا شديد الانخفاض، فنسبة 33% من قيمة معدل النمو التراكمي خلال عقد من الزمن يعد أقل من متوسط الزيادة السنوية التي تبلغ 3%. إن النمو التراكمي لربحية السهم التي تصل إلى 50% على الأقل أو بمعدل زيادة سنوية تقدر بـ 4% يعد معدلًا أقل تحفظًا. ولم يقل عدد الشركات بمؤشر إس آند بي 500"التي ينطبق عليها هذا المعيار اعتبارًا من أول عام 2003 عن 245 شركة؛ مما أتاح للمستثمر المتحفظ قائمة طويلة من الشركات للمفاضلة فيما بينها (لو أنك رفعت حاجز النمو التراكمي إلى 100% أو إلى متوسط نمو سنوي يبلغ 7%، فإن عدد الشركات سوف يصل إلى 198 شركة).

نسبة سعر إلى أرباح متوسطة. يوصي "جراهام" بأن تقصر مجال اختيارك على الأسهم التي لا يزيد سعرها الحالي على متوسط أرباح ثلاث سنوات ماضية بـ 15 مرة. ولكن الشيء غير المعقول المتفشي حاليًّا في وول ستريت هو تحديد قيمة الأسهم عن طريق قسمة سعرها الحالي على ما يسمى بـ "أرباح العام القادم". ولكن ذلك يعد عملًا أخرق ومحض هراء؛ إذ كيف يمكن تحديد نسبة سعر إلى أرباح عن طريق قسمة السعر الحالي المعروف على أرباح مستقبلية غير معروفة. وكما أوضح المدير المالي "ديفيد دريمان" فإنه على

المدى البعيد تخطئ 59% من التنبؤات "الجماعية" للأرباح بهامش كبير سواء بالمبالغة أو النقصان في تقدير الأرباح الفعلية التي يتم تسجيلها بـ 15% على الأقل 289 . إن استثمارك لأموالك على أساس تنبؤات هؤلاء العرافين قليلي التبصر للعام القادم يكون بنفس خطورة تطوعك لحمل لوحة التصويب في مسابقة للرماية يشترك فيها مكفوفون. وبدلًا من ذلك، عليك أن تحسب نسبة السعر إلى الأرباح بنفسك باستخدام صيغة "جراهام" عن طريق قسمة السعر الحالي على متوسط أرباح ثلاث سنوات سابقة 290 .

289 مقال ديفيد دريمان " *Bubbles and the Role of Analysts' Forcasts* " صحيفة " *The journal of psychology and financial markets* " العدد 3 رقم 1 (2002) من ص 4 إلى 14.

290 يمكنك احتساب هذه النسبة بنفسك عن طريق التقارير السنوية الخاصة بالشركة أو الحصول على البيانات من مواقع مثل www.morning star.com أو http: // finance.yahoo.com

واعتبارًا من عام 2003، كم بلغ عدد الأسهم بمؤشر إس آند بي 500 التي تم تقييمها بما لا يزيد على متوسط أرباحها في عام 2000 وحتى عام 2002 بـ 15 مرة؟ وطبقًا لما ذكرته مؤسسة "مورجان ستانلي"، اجتازت 185 شركة اختبار "جراهام" هذا.

نسبة سعر إلى قيمة دفترية متوسطة القيمة. يوصي "جراهام" بألا تزيد "نسبة السعر إلى الأصول" (أو نسبة

السعر إلى القيمة الدفترية) على 1.5. وخلال السنوات الأخيرة جاءت نسبة متزايدة من قيمة الشركات من الأصول غير الملموسة مثل حقوق الامتياز والعلامات التجارية وبراءات الاختراع والشهرة التجارية. ونظرًا لاستبعاد تلك العوامل (بالإضافة إلى الشهرة التجارية نتيجة لعمليات الاستحواذ) من التعريف القياسي للقيمة الدفترية، فإن غالبية الشركات يتم تسعيرها بمضاعفات سعر إلى قيمة دفترية أعلى مما كانت عليه أيام "جراهام". وطبقًا لما ذكرته مؤسسة "مورجان ستانلي" تم تسعير 123 شركة بمؤشر إس آند بي 500 (أو كل شركة من بين أربع شركات) بأقل من القيمة الدفترية بـ 1.5 مرة. أما جميع الشركات الأخرى البالغ عددها 273 شركة (أو ما يمثل 55% من المؤشر) فتبلغ نسب السعر إلى القيمة الدفترية الخاصة بها إلى أقل من 2.5.

ولكن ماذا عن اقتراح "جراهام" بأن تقوم بضرب نسبة السعر إلى الأرباح في نسبة السعر إلى القيمة الدفترية وترى ما إذا كان الرقم الناتج سوف يقل عن 22.5 أم لا؟ بناءً على البيانات التي توفرها مؤسسة "مورجان ستانلي"، فإن حوالى 142 سهمًا بمؤشر إس آند بي 500 يمكنها اجتياز ذلك الاختبار اعتبارًا من بداية عام 2003 بما في ذلك شركة داتا كورب و إليكترونيك داتا سيستمز و صن ميكرو سيستمز و واشنطن ميوتشال. وهكذا لا يزال "المضاعف المختلط " الذي وضعه "جراهام" يعمل كمنتج مبدئي لتحديد الأسهم معقولة السعر.

العناية الواجبة

بغض النظر عن مدى تحفظك كمستثمر من جهة ما يقصده "جراهام "من تقليل الجهد الذي تبذله في عملية اختيار الأسهم فإن هناك خطوتين لا مفر من القيام بهما وهما:

القيام بأبحاثك. عن طريق قاعدة بيانات EDGAR على موقع www .sec.gov . يمكنك بسهولة الدخول على التقارير السنوية وربع سنوية للشركة إلى جانب الاطلاع على بيان الوكالة الذي يكشف عن تعويض المديرين والملكيــة وأي تعـارض محتمـل فـي المصـالح. عليـك بقراءة تقارير خمس سنوات على الأقل 291 .

291 لكـي تعـرف المزيـد عمـا يجـب البحـث عنه، اقرأ تعليقات كل من الفصول 11 و 12 و 19. وإذا لم ترغب في بذل الجهد البسيط الذي تتطلبه قراءة بيان التوكيل وعقد المقارنات بين الصحة المالية للشركات من خلال قراءة التقارير السنوية التي تغطي فترة خمس سنوات، إذن فأنت متحفظ بدرجة أكثر مما يجب لشراء الأسهم الفردية، وبناء على ذلك، ابتعد عن عملية انتقاء الأسهم واتجـه إلـى الاسـتثمار فـي صـندوق لأحد مشروعات الأسهم؛ فهذا هو الاستثمار الذي يلائمك.

عليك بتفقد المنطقة. إن مواقع مثل

و http://quicktake.morningstar.com

http://finance. yahoo.com و www.quicken.com .

تخبرك أي حصة من أسهم الشركة ذات ملكية مؤسسية، وتعد أي نسبة أقل من 60% بمثابة مؤشر على أنه نادرًا ما يتم عدم الكشف عن الأسهم، بل ومن المحتمل وأن

تكـون هنـاك "ملكيـة مفرطـة" فيـها. (عنـدما تقـوم المؤسـسات الكبـرى بـالبيع فإنـها تميـل إلـى التحركات الجماعية مما تكون له عواقب وخيمة على الأسهم). وسـوف تخبـرك تلـك المـواقع مـن هم أكبـر مُلاك هذه الأسهم. فإذا كان مالكو الأسهم هم مؤسسات تعمل في مجـال الإدارة الماليـة ويتفق أسـلوبهم الاستثماري مع أسلوبك؛ فتلك علامة جيدة وصحية.

الفصل 15

اختيار المستثمر المغامر للأسهم

لقد تناولنا في الفصل السابق اختيار الأسهم العادية في إطار مجموعات موسعة من الأوراق المالية الممتازة التي يمكن أن يختار منها المستثمر المتحفظ القائمة التي يفضلها هو أو مستشاره شريطة تحقيق التنوع. لقد ركزنا في عملية الاختيار على عمليات الاستبعاد ونصحنا المستثمر بالابتعاد عن الإصدارات عالية الجودة إذا كانت باهظة الثمن؛ بحيث ينطوي على مخاطر مضاربة شديدة. وفي هذا الفصل، الموجه إلى المستثمر المغامر، علينا التفكير في إمكانات ووسائل عمليات الاختيار الفردية التي من المحتمل أن تكون أكثر تحقيقًا للربح عن غيرها من الأساليب العادية الموسعة.

ولكن ما احتمالات النجاح في القيام بذلك؟ لن نتحرى الصدق إذا لم نعبر منذ البداية عن بعض التحفظات الخطيرة في هذا الصدد. وقد يبدو من الوهلة الأولى أن الاختيار الناجح أمر واضح تمامًا وأن تحقيق نتائج عادية تساوي على سبيل المثال مستوى أداء مؤشر داو جونز لا يتطلب أية قدرات خاصة من أي نوع، وكل ما يتطلبه الأمر هو وجود حافظة مالية مماثلة أو مشابهة لتلك الإصدارات البارزة البالغ عددها ثلاثين إصدارًا؛ لذلك فمن المؤكد أن اعتماد المرء على مستوى متوسط من المهارة التي يكتسبها من الدراسة أو الخبرة أو من قدرات طبيعية يؤهله لتحقيق نتائج أفضل من تلك التي يحققها داو جونز.

ومع ذلك، هناك ما يكفي من الدلائل القوية التي تشير إلى صعوبة الوصول إلى هذه الغاية، على الرغم من أن مؤهلات من يحاولون القيام بذلك هي الأرفع من نوعها. وتتضح تلك الدلائل في سجل العديد من شركات الاستثمار أو "الصناديق "التي تمارس نشاطها منذ سنوات. وتبلغ هذه الصناديق من الضخامة ما يجعلها تستعين بخدمات أفضل المحللين الماليين أو أفضل محللي الأوراق المالية الموجودين في هذا المجال، إلى جانب امتلاكها للأساسيات والمكونات اللازمة لتشكيل إدارات بحثية متخصصة. إن قيمة نفقاتها التشغيلية إذا ما تم توزيعها على رأسمالها الضخم سوف تصل إلى نصف نسبة الـ 1% تقريبًا في المتوسط كل عام أو أقل. ولا تعد تلك تكاليف مهملة في حد ذاتها؛ ولكن عند مقارنتها بالعائد السنوي الإجمالي للأسهم العادية الذي يصل إلى 15% خلال العقد الممتد من عام 1951 إلى 1960 أو حتى بالعائد الذي بلغ 6% في الفترة من 1961 إلى 1970، فإنها لن تكون ضخمة. إن توافر أدنى حد من القدرة الفائقة على الاختيار يمكنه التغلب بسهولة على عقبة التكلفة وتحقيق نتائج إجمالية صافية رائعة لحملة أسهم الصندوق.

ولكن إذا ما نظرنا إلى الصناديق الاستثمارية نظرة إجمالية، فسوف نجد أن جميع صناديق الأسهم العادية أخفقت لفترة طويلة من الزمن في تحقيق عائد جيد مثل العائد الذي حققته متوسطات ستاندرد آند بورز 500 أو السوق بأسرها. ولقد أكدت العديد من الدراسات الشاملة هذه النتيجة. وفيما يلي أحد المقتطفات من

أحدث دراسة تناولت الفترة ما بين عام 1960 وعام 1968 292 :

292 لقد تناول بحث " فريند بلوم كروكيت" الفترة ما بين يناير عام 1960 وحتى يونيو عام 1968 وقارن مستوى أداء ما يزيد على 100 صندوق من صناديق الاستثمار الرئيسية بالعوائد التي حققتها المحافظ الاستثمارية التي تم تكوينها بصورة عشوائية مما يزيد على أكثر من 500 سهم من أكبر الأسهم المدرجة بمؤشر " نيسي". ولقد كان أداء الصناديق التي تناولتها دراسة كروكيت جيدًا خلال الفترة ما بين عام 1965 إلى عام 1968 عن مستوى أدائها خلال النصف الأول من فترة القياس وهو المستوى نفسه الذي توصل إليه "جراهام" في بحثه الخاص (صفحة 158،229،232)، ولكن لم يستمر هذا التحسن. ولقد تم التأكيد على قوة حجة تلك الدراسات بأن الصناديق المشتركة كان مستوى أدائها في المتوسط أقل من السوق بهامش يكاد لا يصل إلى مستوى تكاليفها التشغيلية وتكاليف تداولها عدة مرات؛ لذلك على كل من يشك في نتائجها أن يقوم بتأسيس جماعة مالية مشابهة لجمعية "أنصار نظرية أن الأرض مسطحة".

"يتضح لنا من تلك النتائج، على ما يبدو، أن المحافظ المالية العشوائية لأسهم بورصة نيويورك التي تتضمن استثمارات متساوية في كل سهم كانت أفضل أداءً في المتوسط من الصناديق المشتركة التي تنتمي إلى فئة المخاطرة نفسها. ولقد كانت الاختلافات واضحة في المحافظ منخفضة ومتوسطة المخاطر (3.7% و 2.5%

سنويًّا كل على حدة)، ولكن كانت الاختلافات ضئيلة نسبيًّا بالنسبة للمحافظ مرتفعة المخاطرة (0.2% سنويًّا)".

وكما أوضحنا في الفصل التاسع، فإن هذه الأرقام المقارنة لا تنفي بأية حال من الأحوال فائدة صناديق الاستثمار كمؤسسة استثمارية؛ حيث تتيح لجميع أفراد المستثمرين تحقيق نتائج متوسطة من التزاماتهم الخاصة بالأسهم العادية. ولعدة أسباب مختلفة، فإن غالبية أفراد العامة الذين يستثمرون أموالهم في الأسهم العادية التي يختارونها بأنفسهم يخفقون في تحقيق نتائج طيبة مماثلة، ولكن بالنسبة للمراقب المحايد، فإن إخفاق الصناديق في رفع مستوى أداء أسهم عادية واسعة النطاق لهو إشارة ذات مغزى تدل على أن تحقيق مثل هذا الإنجاز ليس سهلًا وميسورًا، ولكنه غاية في الصعوبة.

ولكن لماذا ينبغي أن تكون الحال هكذا؟ يمكننا التفكير في تفسيرين محتملين قد يكون أي منهما قابلًا للتطبيق جزئيًّا. أولهما احتمال أن تكون سوق الأسهم تقوم بالفعل من خلال الأسعار الحالية بتقديم انعكاس ليس فقط للحقائق المهمة حول الأداء السابق والحالي للشركة، ولكن لأي توقعات معقولة حول مستقبلها. وإذا كانت هذه هي الحال فإن تحركات السوق المختلفة التي تحدث تبعًا لذلك والتي عادة ما تتسم بالتطرف ينبغي أن تكون نتيجة للتطورات الجديدة والاحتمالات التي يتعذر التنبؤ بها على نحو يتمتع بالمصداقية، وهو الأمر الذي يجعل تحركات السعر عشوائية وتعتمد على

المصادفة. وبناءً على مدى صحة المقولة السابقة فإن عمل المحلل المالي مهما بلغ من الذكاء والدقة بلا فاعلية، فعمله في جوهره ما هو إلا محاولة التنبؤ بما لا يمكن التنبؤ به.

إن الزيادة الهائلة في أعداد المحللين الماليين قد يكون لها دور مهم في إفراز هذه النتيجة؛ فمع وجود المئات، بل الآلاف من الخبراء الذين يدرسون عوامل القيمة وراء السهم العادي المهم، فمن الطبيعي تمامًا أن يعكس سعره الحالي إجماع الآراء المستنيرة على قيمته. والذين قد يفضلونه على غيره من الإصدارات المالية الأخرى قد يفعلون ذلك لأسباب شخصية متحيزة، أو بدافع من شعورهم بالتفاؤل وجميعها أسباب تحتمل الصواب بقدر ما تحتمل الخطأ.

ولقد كان يتبادر إلى أذهاننا دائمًا الشبه القائم بين أداء مجموعة المحللين الماليين بـ وول ستريت وأداء مجموعة من لاعبي البريدج بإحدى دورات لعبة "البريدج" الزوجية؛ فالمحللون يحاولون اختيار الأسهم "التي ترتفع احتمالات تحقيقها للنجاح" بينما يحاول لاعبو "البريدج" تسجيل أعلى نتيجة في كل مرة يلعبون فيها، ولكن قلما تجد من يستطيع تحقيق أي من هذين الهدفين. ونظرًا لتساوي لاعبي "البريدج" في الخبرة، فإن الفائزين لا يحققون الفوز لتفوق مهاراتهم. أما في وول ستريت فإن تحقيق التعادل يتم من خلال مشاعر التعاطف القائمة بين أبناء المهنة الواحدة؛ بحيث يتم تبادل الأفكار والاكتشافات في أثناء اللقاءات المختلفة التي تتم بينهم. إن الأمر أشبه ما يكون كما استعنا

بتشبيه لعبة "البريدج"- كأن مختلف الخبراء يقفون وينظرون من فوق أكتاف زملائهم ويتجادلون حول كل لعبة يتم لعبها.

أما الاحتمال الآخر فهو مختلف تمامًا؛ فقد يعوق رؤية العديد من المحللين الماليين وجود عيب أو نقص ما في الأسلوب الأساسي الذي يتبعونه لمعالجة مشكلة اختيار الأسهم؛ فهم يبحثون عن الصناعات التي تتوافر لها أفضل إمكانات النمو ويبحثون في إطار هذه الصناعات عن الشركات التي تتمتع بأفضل مستوى إداري إلى جانب مزايا أخرى؛ مما يدفعهم إلى شراء أسهم تلك الصناعات وتلك الشركات بأي ثمن مهما كان مرتفعًا، وتجنب الصناعات التي تقل احتمالات تحقيقها لمعدلات نمو واعدة مهما بلغ رخص أسعارها. وقد يكون هذا العمل من جانبهم هو الإجراء الصحيح الوحيد إذا كانت أرباح الشركات الجيدة من المؤكد أن تحقق معدل نمو سريعًا إلى أجل غير مسمى في المستقبل. وفي هذه الحالة تصبح قيمة الأسهم من الناحية النظرية لا نهائية وإذا كان مقدرًا للشركات الأقل نموًّا أن تنقرض ولا أمل في إنقاذها يكون المحللون محقين في زعمهم بأنها ليست جذابة بأي سعر تكون.

ولكنَّ الحقيقة أمر مختلف تمامًا؛ فقلما تنجح الشركات في تحقيق معدلات نمو مرتفعة ومستمرة دون انقطاع لفترات طويلة من الزمن. وقلما تعاني الشركات الكبرى الانقراض نهائيًّا؛ فتاريخ معظم الشركات حافل بالتقلبات صعودًا وهبوطًا والتغير الذي يطرأ على مراكزها. وفي بعض الحالات تدور تلك الشركات في

فلك التحول من السراء إلى الضراء والعكس. كانت هذه العبارة تنطبق أصدق ما تكون على صناعة الحديد وبالنسبة لآخرين كانت التغيرات الواضحة ترتبط أشد ما ترتبط بتدهور مستوى الإدارة أو بتحسنها 293 .

293 كما ناقشنا في التعليق على الفصل التاسع، هناك عدة أسباب أخرى جعلت الصناديق المشتركة عاجزة عن التفوق على مؤشرات السوق بما في ذلك انخفاض عوائد الموازين النقدية للصناديق وارتفاع تكاليف البحث والأسهم المتداولة. وكذلك قد يتخلف صندوق في حوزته 120 شركة (عدد تقليدي) عن مؤشر أسهم " إس آند بي 500" إذا ما اتضح أن أيًّا من شركات المؤشر الأخرى البالغ عددها 380 شركة كانت أفضل أداءً. وكلما قل عدد الأسهم التي بحوزة الصندوق، زادت احتمالات إضاعته لفرصة العثور على سهم "يضاهي أسهم شركة مايكروسوفت".

ولكن إلى أي مدى تنطبق النقاط آنفة الذكر على المستثمر المغامر الذي يرغب في تحديد خياراته بنفسه؛ بحيث تحقق له نتائج فائقة؟ إنها توحي بأنه قد أخذ على عاتقه تنفيذ مهمة صعبة يتعذر تنفيذها. ولا ينبغي أن يتوقع قراء هذا الكتاب، مهما بلغ منهم الذكاء أو المعرفة مبلغه، أن يتفوقوا في اختيار أسهم حافظاتهم المالية على كبار محللي البلاد. ولكن إذا كان أمرًا حقيقيًّا أن جانبًا كبيرًا من سوق الأسهم عادة ما يتعرض للتحامل أو الإهمال التام في أثناء عمليات الاختيار التحليلية القياسية، عندئذٍ يكون المستثمر الذكي في وضع يسمح له بالاستفادة مما ينتج عن ذلك

من عمليات تخفيض في قيمة الأسهم.

ولكن لكي تكلل جهوده بالنجاح عليه اتباع أساليب محددة غير مقبولة بصفة عامة في وول ستريت ولطالما أخفقت الأساليب التي تحظى بالقبول في تحقيق النتائج التي يود الجميع تحقيقها. وقد يبدو أمرًا غريبًا مع وجود جميع تلك العقول المحترفة في سوق البورصة أن تكون هناك أساليب صحيحة وإن كانت غير مقبولة نسبيًا. ومع هذا فإن مجالنا المهني وسمعتنا يقومان على هذه الحقيقة المستبعدة 294 .

294 في هذا الجزء، كما في الأجزاء الأخرى، يقوم "جراهام" بتلخيص افتراضات السوق الفعلية. إن المشكلة التي تعانيها سوق البورصة ليست أن العديد من المحللين الماليين حمقى، بل على النقيض من ذلك، المشكلة هي أن عددًا كبيرًا منهم غاية في الذكاء. ومع تزايد أعداد الأذكياء الذين يبحثون عن الصفقات، فإن عملية البحث هذه تجعل وجود تلك الصفقات أمرًا نادر الحدوث وفي تناقض مرير تجعل المحللين يبدون في ثوب من يفتقر إلى الذكاء الذي يبرر القيام بذلك البحث. إن تقييم السوق لأحد الأسهم هو نتاج عملية موسعة ومستمرة وحقيقية للذكاء الجماعي. وفي أغلب الأحيان وبالنسبة لأغلب الأسهم، يكون هذا الذكاء الجماعي محقًا في تقييمه. ونادرًا ما كان "جراهام" (الذي كان يطلق على سوق الأسهم لقب "السيد سوق" انظر الفصل 8) لا يصيب في تقييم سعر سهم ما.

ملخص لأساليب جراهام نيومان

لإثبات صحة هذه العبارة الأخيرة ينبغي تقديم نبذة مختصرة عن أنواع العمليات والأنشطة التي مارسناها طوال الفترة التي استمر خلالها نشاط شركة جراهام نيومان طوال ثلاثين عامًا بين عامي 1926 و 1956 295 . وقد تم تصنيفها في سجلاتنا على النحو التالي:

295 قام "جراهام" بتأسيس شركة "جراهام نيومان" في يناير عام 1936، ثم قام بحلها عندما تقاعد واعتزل نشاط الإدارة المالية في عام 1956، وكانت تلك الشركة قد خلفت شركة بنيامين جراهام جوينت أكاونت التي تولى إدارتها من يناير عام 1926 وحتى ديسمبر عام 1935.

عمليات المراجحة: شراء الأوراق المالية والبيع الفوري لواحدة أو أكثر من الأوراق المالية الأخرى التي كان سيتم تبادلها في ظل خطة لإعادة الهيكلة أو الدمج أو ما شابه ذلك.

عمليات التصفية: شراء الأسهم التي ستحصل على دفعة أو أكثر من المبالغ النقدية في إطار عملية تصفية لأصول الشركة.

تم اختيار العمليات التي تنتمي إلى هاتين الفئتين بناءً على (أ) عائد سنوي محدد يصل إلى 20% أو أكثر، و (ب) اعتقادنا بأن احتمالات تحقيق نتائج ناجحة تصل إلى 4 من خمسة على الأقل.

عمليات الحماية: شراء السندات القابلة للتحويل أو

الأسهم الممتازة القابلة للتحويل والبيع الفوري للسهم العادي الذي تم تبادلها مقابله، وهكذا تتم إقامة المركز المالي لما هو أقرب ما يكون إلى أسس التعادل بمعنى أقل حد أقصى من الخسارة إذا ما كان الإصدار الممتاز يجب أن يُحَوَّل وتم إنهاء العملية على هذا النحو ولكن يتحقق الربح إذا ما انخفض السهم العادي انخفاضًا شديدًا عن مستوى انخفاض الإصدار الممتاز، وانتهى المركز في السوق على هذا النحو.

إصـــدارات صـافي الأصـول المتـداولة: (أو "الصـفقة المربحة "): تتمثل الفكرة المحورية هنا في الحصول على أكبر عدد ممكن من الإصدارات بتكلفة تقل عن قيمتها الدفترية فيما يتعلق بصافي الأصول المتداولة وحدها بمعنى عدم إعطاء قيمة لحساب الآلات وغيرها من الأصول الأخرى. وقد بلغت قيمة مشترياتنا ثلثين أو أقـل مـن قيمـة مثـل هذه الأصول المجردة. لقد قمنا بعملية تنويع واسعة النطاق في أغلب السنوات، 100 إصدار متنوع على الأقل.

وينبغـي أن نضـيف أنـه مـن آن لآخـر نقـوم بعمليـات استحواذ واسعة النطاق ولكن هذه التعاملات ليست ذات صلة بمناقشتنا الحالية.

لقـد تتبعنـا النتـائج التـي أظهرتها كـل فئـة من فئات التـداول عن كثب، ولقد تمخض ذلك عن توقفنا عن مواصلة دراسة مجالين شاسعين ثبت عدم تحقيقهما لنتائج كلية مرضية. أولهما هو شراء الإصدارات التي تبدو جذابة في الظاهر بناء على تحليلنا العام والتي لا

يتم الحصول عليها بأقل من قيمة رأسمالها العامل وحده. أما المجال الثاني فهو عمليات الحماية "غير ذات الصلة" التي لا يتم من خلالها تبديل الورقة المالية مقابل الأسهم العادية المباعة. (إن تلك العمليات تكاد لا تعادل نظيرتها من العمليات المماثلة التي تقوم بها المجموعة الجديدة التي يُطلق عليها "صناديق الحماية" العاملة في مجال شركات الاستثمار 296 وفي كلتا الحالتين أشارت الدراسة التي قمنا بها خلال فترة زمنية امتدت إلى عشر سنوات أو أكثر إلى التوصل إلى أن الأرباح لا يعتمد عليها بصورة كافية وأن هذه العمليات "لا تخلو من الإزعاج" مما لا يبرر مواصلتنا الدراسة والبحث في هذين المجالين.

296 تتضمن عمليات الحماية "غير ذات الصلة" شراء سهم أو سند أصدرته شركة والقيام بالبيع على المكشوف (أو المراهنة على تدهور) لورقة مالية أصدرتها شركة مختلفة. أما عملية الحماية ذات الصلة فتتضمن شراء الأسهم والسندات المختلفة التي تصدرها الشركة نفسها وبيعها. إن "المجموعة الجديدة" من صناديق الحماية التي وصفها "جراهام" كانت متاحة بصورة موسعة منذ عام 1968، ولكن أدت القيود التي فرضتها هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية في وقت لاحق إلى الحد من حرية وصول العامة إلى معاملات هذه الصناديق.

لذلك منذ عام 1939 وحتى الآن اقتصرت تعاملاتنا على المواقف التي تتطلب قيام المشروع بعملية "تصفية ذاتية" إلى جانب عمليات الحماية المتعلقة بها، وصفقات

سوداء صغيرة في الآخر. على سبيل المثال، قد لا يستبعد المستثمر المغامر إحدى الشركات التي أظهرت عجزًا في الميزانية في عام مثل عام 1970 إذا ما جعل متوسط الأرباح الهائل، وغيره من الخصائص المهمة، السهم يبدو رخيصًا. وقد يقصر المستثمر المغامر اختياره على الصناعات والشركات التي يشعر بالتفاؤل حيالها، ولكننا لا ننصح بدفع ثمن باهظ مقابل أحد الأسهم (على ضوء الأرباح والأصول) بسبب ذلك الحماس. وإذا اتبع فلسفتنا في هذا المجال فإنه سوف يتمكن من شراء أسهم المشروعات الدورية المهمة كأسهم مصانع الحديد على سبيل المثال عندما تكون الظروف الحالية غير مواتية واحتمالات تحقيق النمو على المدى القريب ضعيفة في الوقت الذي يعكس فيه السعر المتدني مشاعر التشاؤم الراهنة 297 .

297 في عام 2003 كان المستثمر الذكي الذي يتبع نمط تفكير "جراهام" يقوم بالبحث عن الفرص في قطاع التكنولوجيا والاتصالات وصناعات المرافق الكهربية ولقد أثبتت أحداث التاريخ أن خاسر الأمس هو رابح اليوم.

الشركات الثانوية

تأتي في المرتبة الثانية على قائمة الشركات التي يمكن فحصها واختيارها الشركات الثانوية أو (شركات الدرجة الثانية) وهي شركات تبدو في مظهر جيد وتتمتع بسجل سابق يحظى بالقبول وإنما تبدو كأنها قد فقدت حظوتها لدى العامة. وتمثل هذه المشروعات شركات

مثل إلترا و إمهارات بأسعار إغلاقهما عام 1970. (انظر الفصل الثالث عشر بعاليه). وهناك طرق شتى للبحث عن تلك الشركات وتحديد مواقعها. ونود في هذا السياق أن نجرب أسلوبًا مبتكرًا ونتناول بالتفصيل مثل هذا الأسلوب المتبع في اختيار الأسهم. وهو أسلوب ثنائي الغرض. وقد يجد العديد من قرائنا قيمة عملية جوهرية في الطريقة التي سوف نطبقها أو قد توحي لهم بعدة أساليب أخرى للمقارنة بينها ومحاولة اختيار أحدها. وفضلًا عن ذلك، قد يساعدهم أسلوبنا المتبع على تكوين فكرة واقعية عن عالم الأسهم العادية وسوف نقدم لهم أحد أروع وأصغر وأهم المجلدات في عالم الأموال ألا وهو دليل أسهم مؤشر ستاندرد آند بورز، الذي ينشر شهريًا ويمكن للعامة الحصول عليه من خلال الاشتراك السنوي. وبالإضافة إلى ذلك فإن العديد من مؤسسات السمسرة تقوم بتوزيع ذلك الدليل على عملائها (حسب الطلب).

إن الجانب الأكبر من ذلك الدليل الذي يأتي في 230 صفحة يحتوي على معلومات إحصائية مكثفة عن أسهم ما يزيد على 4500 شركة. وتتضمن تلك الأسهم جميع الإصدارات المدرجة بمختلف البورصات، التي يقدر عددها بـ 3000 بورصة، هذا بالإضافة إلى إصدارات أخرى غير مدرجة تقدر بـ 1500 إصدار تقريبًا. إن غالبية البنود الخاصة بأية شركة من الشركات تحتاج إلى إلقاء نظرة أولى عليها أو حتى نظرة ثانية، سوف تعثر عليها في هذا المجلد الذي يضم خلاصة الشركات كلها. (ولكن تتمثل البيانات الناقصة من وجهة نظرنا في

صافي قيمة الأصول، أو القيمة الدفترية لكل سهم والتي يمكن العثور عليها في مجلدات ستاندرد آند بورز الأكبر حجمًا وفي غيرها من الأماكن الأخرى).

إن المستثمر الذي يحب الاطلاع على الإحصائيات الخاصة بالشركات سوف يسعد بدليل الأسهم سعادة بالغة؛ حيث يمكنه فتح أية صفحة من صفحات الدليل ليرى أمام عينيه، عندما يتسنى ذلك، بانوراما لأمجاد سوق الأسهم ومآسيها وما شهدته من ارتفاع في الأسعار إلى أعلى مستوياتها وانخفاضها إلى تاريخ يرجع لعام 1936. وسوف يعثر على شركات تضاعف سعرها حوالي 2000 مرة من أدنى مستوى حتى وصلت إلى الذروة (وبالنسبة لشركة آي بي إم التي لها مكانتها، فإنها حققت نموًّا بلغ 333 مرة "فقط "خلال تلك الفترة) وسوف يعثر كذلك على شركة حققت أسهمها ارتفاعًا من 0.375 نقطة إلى 68 نقطة لتهوي بعد ذلك إلى 3 نقاط فقط. وفي العمود الخاص بسجل التوزيعات سوف يجد أحد التوزيعات التي يعود تاريخها إلى عام 1791 دفعها إنداستريال ناشيونال بانك أوف رودآيلاند أو بنك رود آيلاند الصناعي الوطني (الذي رأى مؤخرًا أنه من الأفضل أن يتم تغيير اسمه العتيق) 298 . وإذا ما بحث المستثمر في الدليل عن نهاية عام 1969 فسوف يقرأ بنفسه عن قيام شركة بن سنترال كو (التي خلفت شركة بنسلفانيا رايل رود أو بنسلفانيا للسكك الحديدية) بدفع التوزيعات بانتظام منذ عام 1848، ولكن للأسف كان محكومًا عليها بالإفلاس بعدها ببضعة أشهر قليلة. وسوف يجد كذلك شركات تباع أسهمها

بضعف ما حققته من أرباح سابقة وأخرى تباع أسهمها بما يفوق قيمة مثل تلك الأرباح بـ 99 مرة. ولكن في أغلب الحالات سوف تصعب عليه معرفة مجال النشاط من اسم الشركة؛ ففي مقابل شركة الحديد الأمريكية، يو إس ستيل، سوف يجد ثلاث شركات يطلق عليها اسم شركة آي تي آي (شركة مخبوزات) أو سانتا في إندستريز (شركة سكك حديدية ضخمة). وسوف يعثر كذلك على مأدبة منوعة وغير عادية من تواريخ الأسعار، وتواريخ التوزيعات والأرباح، والمراكز المالية، والهياكل الرأسمالية، وخلافه. وفوق هذا وذاك سوف تجد في ذلك الدليل الشركات المحافظة الرجعية والشركات التي ليس لها نشاط محدد، وسوف تعثر كذلك على أغرب مزيج من "الأنشطة الرئيسية" وغيرها من أنواع الأنشطة الأخرى القائمة بـ وول ستريت، كل هذا وأكثر تجده في الدليل في انتظارك لتتصفحه أو تدرسه بغية تحقيق هدف جاد.

298 خلفت شركة إنداستريال ناشيونال بانك أوف رودآيلاند شركة فليت بوسطن فاينانشيال كورب. ولقد تم تأسيس أحد أسلافها وهو برفيدنس بانك عام 1791.

إن تلك المجلدات تخصص أعمدة منفصلة لعوائد التوزيعات الحالية ونسب السعر إلى الأرباح بناءً على أرقام الاثني عشر شهرًا الماضية، إذا ما أمكن ذلك. وهذا البند الأخير يضعنا على الطريق الصحيح الخاص بتمرين اختيار الأسهم العادية.

تنقيح دليل الأسهم

فلنفترض أننا نبحث عن مؤشر بسيط بديهي على رخص السهم. سوف نجد أن أول هذه المؤشرات التي تتبادر إلى الذهن هو انخفاض سعر السهم بالمقارنة بالأرباح التي حققها مؤخرًا؛ لذلك دعونا نضع قائمة مبدئية بالأسهم التي بيعت بتسعة أضعاف أو أكثر من قيمة أرباحها في نهاية عام 1970. ويمكن العثور على هذا البند من بنود البيانات في العمود الأخير من الصفحات متوازية الترقيم. ولإعطاء مثال توضيحي على ذلك، سوف نأخذ العشرين سهمًا الأولى ذات المضاعفات المنخفضة والتي تبدأ بالإصدار السادس المدرج على القائمة، وهو شركة أبردين إم إف جي والتي أنهت العام بسعر إغلاق 10.25 نقطة أو ما يعادل تسعة أضعاف ربحية السهم المسجلة التي تصل إلى 1.25 دولار خلال اثني عشر شهرًا تنتهي في سبتمبر عام 1970. أما الإصدار العشرون فهو شركة أمريكان ميز برودكتس التي أغلقت أيضًا عند9.5 نقطة أو بمضاعف يصل إلى 9 مرات.

قد تبدو هذه المجموعة متوسطة المستوى نظرًا لبيع عشرة إصدارات بأقل من 10 دولارات للسهم (ولكن هذه الحقيقة ليست لها أدنى أهمية؛ فقد يكون من المحتم وإن كان ذلك ليس ضروريًا أن تبعث برسائل تحذير للمستثمر المتحفظ بالابتعاد عن مثل هذه القائمة، ولكن قد يكون هذا الاستنتاج إيجابيًا بالنسبة للمستثمرين المغامرين) 299 وقبل المضي قدمًا فيما نقوم به من دراسة وفحص علينا أولًا حساب أرقام معينة. تمثل قائمتنا واحدة من بين عشرة من الإصدارات المائتين

الأولى التي يتم النظر إليها. على هذا الأساس ينبغي أن يضم الدليل 450 إصدارًا يتم بيعها بمضاعفات أقل من عشرة؛ مما يوفر عددًا ضخمًا من الأسهم المرشحة للقيام بمزيد من عمليات الانتقاء فيما بينها.

299 بالنسبة لمستثمر اليوم سوف يكون الانخفاض ما يقرب من دولار لكل سهم وهو المستوى الذي ما يقل عنه من أسهم "يلغي إدراجها" أو يعلن عدم صلاحيتها للتداول بالبورصات الرئيسية. إن عملية متابعة أسعار أسهم كل الشركات قد تتطلب جهدًا هائلًا مما يجعلها غير عملية بالنسبة للمستثمرين المتحفظين. إن تكاليف تداول الأسهم رخيصة الثمن قد تكون باهظة. وفي الختام تميل الشركات المعسرة التي تباع أسهمها بثمن بخس إلى التوقف عن مزاولة نشاطها. ومع ذلك فإن وجود حافظة متنوعة تضم عشرات من أسهم تلك الشركات المعسرة قد تروق المستثمرين المغامرين في الوقت الراهن.

لذلك دعنا نطبق معايير إضافية على قائمتنا تشبه تلك التي اقترحناها على المستثمر المتحفظ، ولكنها ليست متشددة مثلها، وفيما يلي المعايير المقترحة:

1 - 1. المركز المالي: (أ) الأصول الجارية التي تساوي ضعف الخصوم المتداولة بمرة ونصف، (ب) الدين الذي لا يزيد على 110% من قيمة الأصول المتداولة (بالنسبة للشركات الصناعية).

2 - 2. استقرار الأرباح: عدم حدوث عجز خلال

السنوات الخمس الأخيرة التي يغطيها دليل الأسهم .

3 - 3. سجل التوزيعات: بعض التوزيعات الحالية.

4 - 4. نمو الأرباح: تزيد قيمة أرباح العام الماضي على الأرباح التي تحققت في عام 1966.

5 - 5. السعر: أقل من 120% من قيمة صافي الأصول الملموسة.

إن أرقام الأرباح التي يتضمنها الدليل كانت خاصة بالفترات التي تنتهي في 30 سبتمبر عام 1970؛ لذلك لا تتضمن ما قد يعد فترة ربع سنوية سيئة في نهاية ذلك العام. ولكن المستثمر الذكي لا ينبغي أن يطلب كل شيء على الأقل في البداية. ولاحظ كذلك أننا لم نضع حدًّا أدنى لحجم المشروعات فربما توفر الشركات الصغيرة قدرًا كافيًا من الأمان إذا ما تم شراؤها بحرص في شكل مجموعة.

وهكذا عندما نطبق معاييرنا الخمسة الإضافية، فإن قائمتنا التي تضم عشرين سهمًا مرشحًا للاختيار تتقلص لتصل إلى خمسة أسهم فحسب. وعلينا مواصلة بحثنا حتى يتمخض عن الأربعمائة والخمسين إصدارًا أوليًّا في الدليل "حافظة" صغيرة تضم 15 سهمًا تنطبق عليها شروطنا الستة (يتضمن الجدول (15 - 1) هذه الأسهم إلى جانب بعض البيانات الأخرى المتعلقة بها) لقد وقع الاختيار على تلك الأسهم لمزيد من التوضيح فقط، ولا يعني أنه يتحتم على مستثمرنا الباحث أن يختارها.

والحقيقة الجلية هنا أن المستخدم لأسلوبنا كان سيجد نفسه أمام مجال شاسع من الأسهم للاختيار فيما بينها.

فلو أننا طبقنا أسلوب التنقيح على جميع شركات دليل الأسـهم البـالغ عـددها 4500 شـركة، ولـو أن نسـبة الإصـدارات العشـرة الأولـى اسـتمرت علـى ارتفاعـها، لوجـدنا بين أيدينا 150 شركة تنطبق عليها ستة من معايير اختيارنا، وعندئذٍ يصبح في مقدور المستثمر المغـامر اتبـاع حدسـه وأحكامـه الشـخصية أو تحيزه للقيام بعملية اختيار ثالثة لشركة على سبيل المثال من بين خمس شركات على هذه القائمة الضخمة.

إن دليل الأسهم يتضمن "تصنيفات الأرباح والتوزيعات" القائمة على استقرار ونمو هذه العوامل خلال السنوات الثماني الماضية. وبالتالي يتم استبعاد عنصر جاذبية السعر). يتضمن الجدول (15- 1) تصنيفات مؤشر إس آند بي. ولقد تم تصنيف 10 من أسهم تلك الشركات الخمـس عشـرة بتقدير + B (وهـو ما يعادل المتوسط العام) في حين حصلت شركة واحدة (أمريكان ميز) علـى "أعلـى" تصـنيف وهـو (A). وإذا أراد مسـتثمرنا المغامر إضافة معيار آلي سابع لاختياراته؛ وذلك من خلال تضييق النطاق لكى يشمل الإصدارات التي تم تصـنيفها مـن قبـل مؤشـر ستاندرد آند بـورز على أنه متوسط أو أفضل من حيث الجودة، فإنه سوف يظل لـديه مائـة مـن تلـك الإصـدارات للاختيـار فيما بينها. ويمكننا القول بأن مجموعة من الإصدارات، متوسطة الجـودة على الأقل، ينطبق عليها معيار المركز المالي ويمكن شراؤها بمضاعف أقل من الأرباح الحالية ومن قيمة الأصول، ينبغي أن تبشر بتحقيق نتائج استثمارية مُرضية.

الجدول (15 - 1) عينة حافظة مالية للأسهم الصناعية التي تنخفض قيمة مضاعفها

(الإصدارات الخمسة عشر الأولى من "دليل الأسهم". في 31 ديسمبر عام 1971، التي تنطبق عليها الشروط الستة).

	السعر في ديسمبر 1970	ربحية السهم خلال 12 شهرًا	القيمة الدفترية	تصنيف مؤشر إس آند بي	السعر في فبراير 1972
ابردين إم إف جي	10.25	$ 1.25	$ 9.33	B	13.75
ألبا ولدنسبان	6.83	0.68	9.06	B +	6.83
ألبرس المحدوده	8.5	1	8.48	ع. م. أ	14
ألايد ملر	24.5	2.68	24.38	B +	18.25
أمريكان مير	9.25	1.03	10.68	A	16.5
إيه إم رابرآند بلاستيكس	13.75	1.58	15.06	B	15
إيه إم سملت آند رف	27.5	3.69	25.30	B +	23.25
أناكوندا	21	4.19	54.28	B +	19
أندرسون كلايتون	37.75	4.52	65.74	B +	52.5
أرنشر دانيلز ميد	32.5	3.51	31.35	B +	32.5
بغداد كوبر	22	2.69	18.54	ع. م. أ	32
دي إنش بولدوين	28	3.21	28.60	B +	50
بيج بير ستورز	18.5	2.71	20.57	B +	39.5
سنكس إم إف ج	15.25	1.83	14.41	B +	21.5
بلوفيلد سابلاي	22.25	2.59	28.66	ع. م. أ	39.5 ب

غ م أ = غير مصنف ب = تم تعديله ملاءمة لتقسيم السهم

معيار واحد لاختيار الأسهم العادية

قد يتساءل القارئ عما إذا كان من الممكن تيسير عملية اختيار حافظة أفضل تكون فوق المستوى المتوسط عما أوضحناه بعاليه. هل يمكن استخدام معيار واحد معقول لاختيار الأسهم التي تتمتع بمزايا جيدة مثل: نسبة منخفضة للسعر إلى معدل الأرباح أو عوائد توزيعات مرتفعة أو قيمة أصول ضخمة؟ الأسلوبان اللذان يمكنهما فعل ذلك ويحققان نتائج جيدة باستمرار كما فعلا خلال فترة طويلة في الماضي هما: (أ) شراء الأسهم ذات المضاعفات المنخفضة للشركات المهمة (مثل قائمة مؤشر "داو جونز "الصناعية) و (ب) اختيار مجموعة متنوعة من الأسهم التي تباع بأقل من قيمة صافي الأصول الجارية (أو قيمة رأس المال العامل).

ولقد سبق أن أوضحنا بالفعل أن معيار المضاعف

المنخفض المطبق على مؤشر داو جونز في نهاية عام 1968 لم يسفر عن نتائج طيبة عند قياس ما تحقق من نتائج بفترة منتصف عام 1971. ولم يكن هناك ما يشين سجل عمليات شراء الأسهم العادية بسعر أقل من قيمة رأسمالها العامل، ولكن تمثلت الانتكاسة في اختفاء مثل هذه الفرص خلال معظم العقد الماضي.

ولكن ماذا عن أسس الاختيار الأخرى؟ خلال تأليف هذا الكتاب قمنا بعمل عدد من "التجارب" تقوم كل واحدة منها على معيار واحد وواضح. ويمكن الاطلاع على هذه البيانات في دليل "ستاندرد آند بورز" للأسهم، وفي جميع الحالات افترضنا أنه تم تكوين حافظة تضم ثلاثين سهمًا بأسعار إغلاق عام 1968 ثم أعيد تقييمها في 30 يونيو عام 1971. وكانت المعايير المنخفضة التي تم تطبيقها، والتي يمكن أيضًا تطبيقها على الخيارات العشوائية، كما يلي: (1) مضاعف منخفض للأرباح التي تحققت مؤخرًا (والتي لا تقتصر على إصدارات مؤشر داو جونز). (2) عائد توزيعات مرتفع. (3) سجل طويل من دفع التوزيعات. (4) مشروع ضخم بناءً على عدد أسهمه القائمة. (5) مركز مالي قوي. (6) سعر منخفض للسهم. (7) سعر منخفض بالمقارنة بالسعر السابق المرتفع. (8) الحصول على تصنيف جودة مرتفع من مؤشر ستاندرد آند بورز.

وسوف تلاحظ أن دليل الأسهم يحتوي على عمود واحد على الأقل يتعلق بمعيار واحد من المعايير المذكورة بعاليه ويعكس ذلك اعتقاد الناشر أن كل معيار من تلك المعايير له أهميته في تحليل الأسهم العادية واختيارها.

(وكما سبق أن أوضحنا نود إضافة رقم آخر: صافي قيمة الأصول للسهم).

كانت أهم الحقائق التي تمخضت عنها مختلف الاختبارات التي أجريناها تتعلق بأداء الأسهم التي يتم شراؤها بصورة عشوائية. ولقد أجرينا اختبارًا على هذا الأداء بالنسبة لثلاث حافظات استثمارية تضم ثلاثين سهمًا تتكون من إصدارات موجودة في الخط الأول من دليل الأسهم الذي نشر في 31 أغسطس عام 1968، وفي العدد الذي صدر في 31 أغسطس 1971. وبين هذين التاريخين لم يتغير مؤشر إس آند بي المركب تغيرًا يذكر، في حين خسر مؤشر داو جونز 5% من قيمته. ولكن هبطت قيمة 90 من إصداراتنا التي تم اختيارها بصورة عشوائية بنسبة 22% في المتوسط بدون احتساب التسعة عشر إصدارًا التي تم استبعادها من الدليل والتي كانت قد أظهرت خسارة أفدح. ومما لا شك فيه أن تلك النتائج المقارنة تعكس الميل العام للمغالاة في قيمة الأسهم الصغيرة الأقل جودة نسبيًا خلال أسواق المضاربة على الصعود. ولا تعاني تلك الإصدارات المزيد من عمليات الهبوط الخطيرة عن الإصدارات الأقوى في أثناء انهيار الأسعار الذي يلي ذلك فقط، ولكنها أيضًا تتأخر في العودة إلى سابق عهدها وفي العديد من الأحيان لا تعود إلى سابق عهدها أبدًا. لذلك ينبغي على المستثمر الذكي تجنب الإصدارات قليلة الجودة في أثناء تكوينه حافظته الاستثمارية ما لم تعد صفقات مربحة بالنسبة للمستثمر المغامر بوضوح.

يمكن تلخيص النتائج الأخرى التي توصلنا إليها من خلال دراستنا للحافظة الاستثمارية فيما يلي:

أظهرت ثلاث مجموعات فقط من التي خضعت للدراسة نتائج أفضل من مؤشر إس آند بي المركب (وبالتالي كانت أفضل من مؤشر داو جونز) وهي كالآتي: الأسهم الصناعية الحاصلة على أعلى تصنيف جودة (+A) ولقد حققت تلك الأسهم ارتفاعًا بلغ 9.5 % في مقابل هبوط أسهم مؤشر إس آند بي للشركات الصناعية بنسبة 2.4% و 5.6% لمؤشر داو جونز الصناعي (ومع ذلك فقد هبطت قيمة أسهم المرافق العامة الحائزة على تصنيف
(+A) بنسبة 18% بالمقارنة بأسهم مؤشر إس آند بي للمرافق العامة البالغ عددها 55 سهمًا والذي هبط بنسبة 14%)، ومما هو جدير بالذكر أن تصنيفات مؤشر إس آند بي ظهرت بمظهر جيد في هذا الاختبار الوحيد؛ ففي جميع الحالات كان أداء الحافظة القائمة على أسهم رفيعة التصنيف أفضل من الحافظة منخفضة التصنيف. (2) لم تبد الشركات التي تملك ما يزيد على 50 مليون سهم قائم أي تغيير بصفة عامة بالمقارنة بانخفاض طفيف للمؤشرات. (3) والغريب في الأمر أن الأسهم المبيعة بسعر مرتفع للسهم (ما يزيد على 100 نقطة) أظهرت ارتفاعًا طفيفًا عن المؤشر (بنسبة 1%).

ومن بين اختباراتنا المختلفة أجرينا اختبارًا واحدًا يعتمد على القيمة الدفترية، وهو إحدى القيم التي لا يتضمنها دليل الأسهم . ولقد اكتشفنا فيما يتعلق بهذه النقطة على النقيض من فلسفتنا الاستثمارية أن الشركات التي جمعت بين الحجم الهائل وعنصر الشهرة

التجارية في طيات سعرها السوقي كان أداؤها ممتازًا في أثناء فترة الحيازة التي امتدت إلى عامين ونصف (نعني بعنصر "الشهرة التجارية" ذلك الجزء من السعر الذي يتعدى القيمة الدفترية) 300 . ولقد ضمت قائمتنا الخاصة "بعمالقة الشهرة التجارية" ثلاثين إصدارًا تبلغ قيمة عنصر الشهرة التجارية لكل واحد منها مليار دولار تمثل ما يزيد على نصف قيمة سعرها السوقي. ولقد بلغ إجمالي قيمة بنود الشهرة في نهاية عام 1968 ما يزيد على 120 مليار دولار. وعلى الرغم من هذه التقييمات السوقية المتفائلة، فإن المجموعة أظهرت ارتفاعًا في السعر للسهم بلغ 15% في الفترة ما بين ديسمبر 1968 وأغسطس عام 1971، واحتلت مكانة جيدة بين القوائم العشرين التي خضعت للدراسة.

300 طبقًا لمعايير "جراهام"، فإن الشهرة التجارية العريضة ترجع لسببين: أولهما أن تستحوذ مؤسسة على شركات أخرى بقيمة أعلى من قيمة أصولها أو أن يتم تداول سهمها بما يفوق قيمته الدفترية بصورة ملموسة.

إن حقيقة كهذه لا يجب إغفالها فيما يتعلق بعمل يخص سياسات الاستثمار. ومن الواضح أنه يمكن على الأقل أن يكون هناك زخم هائل مرتبط بتلك الشركات التي تجمع بين مزايا ضخامة الحجم وسجل الأرباح السابق الرائع، وتوقع العامة باستمرار زيادة نمو الأرباح في المستقبل إلى جانب الأداء القوي داخل السوق خلال عدة سنوات سابقة. وحتى إذا كان السعر يبدو مبالغًا فيه طبقًا لمعاييرنا الكمية، فإن قوة الدفع الرئيسية للسوق قد ترفع قيمة الأسهم لأجل غير مسمى. (ومن

الطبيعي ألا ينطبق هذا الافتراض على كل سهم فردي داخل الفئة ذاتها؛ فعلى سبيل المثال، انخفض مؤشر الشركة الرائدة ذات الشهرة التجارية العريضة التي لا مجال للشك فيها، آي بي إم من 315 إلى 304 خلال فترة الحيازة التي تصل إلى 30 شهرًا). ومن الصعوبة بمكان الحكم على مدى ارتباط هذا الأداء فائق الجودة في السوق بوجود خصائص استثمارية حقيقية أو موضوعية، أو لأي مدى يتعلق بالشعبية العريضة التي رسخت دعائمها منذ مدة طويلة. ومما لا مراء فيه أن كلا العاملين له أهمية في هذا السياق؛ فمن الواضح أن تحركات هذه الشركة العملاقة التي تتمتع بشهرة ممتازة، القديم منها والحديث تؤهلها للانضمام إلى حافظة متنوعة من الأسهم العادية. ولكننا نفضل أنواعًا أخرى من أسهم الشركات التي تجمع بين مزيج من العوامل الاستثمارية الإيجابية بما في ذلك قيم الأصول التي تصل إلى ثلثي قيمة سعر السوق.

إن الاختبارات التي تعتمد على استخدام معايير أخرى تشير بصفة عامة إلى أن القوائم العشوائية القائمة على عامل إيجابي واحد كانت أفضل من نظيرتها من القوائم الأخرى العشوائية التي تم اختيارها لوجود عامل مناقض، على سبيل المثال، هبطت قيمة الإصدارات ذات المضاعف المنخفض هبوطًا طفيفًا عن الإصدارات ذات المضاعف المرتفع خلال تلك الفترة، وخسرت الشركات التي تدفع توزيعات على المدى الطويل خسائر أقل عن غيرها من الشركات التي تدفع توزيعات في نهاية عام 1968؛ لهذا القدر تؤيد النتائج توصياتنا، بأن

تنطبق على الإصدارات التي يتم اختيارها مزيجًا من المعايير الكمية أو الملموسة.

وفي الختام ينبغي أن نعلق على الأداء الأكثر تدنيًا لقوائمنا بصفة عامة بالمقارنة بسجل سعر مؤشر إس آند بي المركب؛ حيث يتم قياس قوائم المؤشر بناءً على حجم كل شركة، أما اختباراتنا فتقوم على تقييم سهم من كل شركة. ومن الواضح أن التأكيد الهائل على المشروعات الكبرى من خلال الأسلوب الذي يتبعه مؤشر إس آند بي أحدث اختلافًا جوهريًا في النتائج ويحدد من جديد مدى استقرار أسعارها بالمقارنة بغيرها من الشركات الأخرى "غير المستقرة".

الإصدارات الرخيصة أو أسهم صافي الأصول الجارية

لم تشمل الاختبارات التي ناقشناها بعاليه نتائج شراء ثلاثين سهمًا بسعر أقل من قيمة صافي أصولها الجارية. ويرجع السبب في ذلك ببساطة إلى أن حفنة قليلة فقط من تلك الأسهم، على أقصى حد، هي التي كانت موجودة بـ دليل الأسهم في نهاية عام 1968. ولكن تغيرت الصورة في أثناء الهبوط الذي شهده عام 1970؛ فقد كان من الممكن شراء عدد كبير من الأسهم العادية في ذلك العام بأسعار أقل من قيمة رأسمالها العامل. لقد كان يبدو من السهل دائمًا ولا تزال الحال كذلك القول بأنه إذا كان بوسع المرء الحصول على مجموعة متنوعة من الأسهم العادية بسعر أقل من قيمة صافي أصولها الجارية المطبقة وحدها بعد خصم جميع المطالبات

المسبقة واعتبار الأصول الثابتة وغيرها من الأصول الأخرى أنها تساوي صفرًا عندئذٍ يمكن القول بأن النتائج مرضية تمامًا. لقد كانت كذلك، طبقًا لخبرتنا التي تمتد لأكثر من ثلاثين عامًا، لنقل خلال الفترة ما بين عامي 1923 و 1957 مع استبعاد الفترة التي امتدت من عام 1930 إلى عام 1932.

هل لهذا الأسلوب أية أهمية أو قيمة في بداية عام 1971؟ إجابتنا هي "نعم". إن أية مادة إضافية تصلح للنشر بكتاب دليل الأسهم كانت ستكشف النقاب عن خمسين سهمًا أو أكثر من الأسهم التي يمكن الحصول عليها بسعر يعادل قيمة صافي الأصول المتداولة أو أقل منها. وكما كان متوقعًا، جاء أداء عدد كبير من تلك الأسهم سيئًا خلال عام 1970 الصعب. وإذا استبعدنا الأسهم التي تكبدت خسائر خلال الاثني عشر شهرًا الماضية، سوف يظل لدينا إصدارات كافية لتكوين قائمة متنوعة.

يتضمن الجدول (15 - 2) بعض البيانات عن خمسة إصدارات بيعت بأقل من قيمة رأسمالها العامل 301 بأسعار عام 1970 المنخفضة . إن تلك الأسعار تدعو لبعض التفكير في طبيعة التقلبات السعرية. كيف يمكن تقييم أسهم الشركات القوية الراسخة، التي تنتشر منتجاتها بجميع المنازل في أنحاء البلاد، بأسعار منخفضة على هذا النحو وفي الوقت نفسه عندما كانت المشروعات الأخرى (ذات معدلات النمو الأفضل بالطبع) تباع بملايين الدولارات التي تزيد على ما أظهرته ميزانيتها العمومية؟ واقتباسًا من "الأيام الخوالي" مرة

أخرى، فإن فكرة الشهرة التجارية كأحد عناصر القيمة غير الحقيقية ترتبط عادة "بالاسم التجاري". فأسماء مثل ليدي بيبرل في عالم المفروشات واسم جانتسن في عالم سترات السباحة واسم باركر في عالم الأقلام تعد أصولًا ذات قيمة بالفعل. أما الآن، إذا "لم تحظ أية شركة باهتمام وإعجاب السوق"، ليس فقط شهرتها التجارية بل أراضيها أو مبانيها أو آلاتها، فلن يمثل ذلك فارقًا بالنسبة للشركة. وعلى حد قول "باسكال": "للقلب أحكام لا يفهمها العقل " 302 (ضع "وول ستريت"مكان "العقل").

301 من الناحية الفنية، تعد قيمة رأس المال العامل هي قيمة الأصول الجارية للسهم مطروحًا منها الخصوم الجارية للسهم مقسومة على عدد الأسهم القائمة. ويعني "جراهام" في هذه النقطة " قيمة صافي رأس المال العامل" أو قيمة الأصول الجارية للسهم مطروحًا منها إجمالي الخصوم.

302 "للقلب أحكام لا يفهمها العقل" إن هذا النص الشعري يعد إحدى الحجج الختامية في المناقشات الدينية الفرنسية العظيمة التي أصبحت تعرف بـ "رهان باسكال" (انظر التعليق على الفصل العشرين).

الجدول (15- 2) أسهم شركات بارزة تم بيعها بسعر يعادل قيمة صافي الأصول المتداولة أو أقل منها عام 1970.

الشركة	سعر عام 1970	صافي قيمة الأصول الجارية للسهم	القيمة الدفترية للسهم	المتحقق ربحية السهم 1970	توزيعات الأرباح الحالية	سعر مرتفع قبل عام 1970
كون ميلر	13	$ 18	$ 39.3	$ 1.51	$ 1	41.5
جانتس المحدودة	11.125	12	16.3	1.27	.60	37
ناشيونال بريستو	21.5	27	31.7	6.15	1	45
باركر بن ويست بوينت	9.25	9.5	16.6	1.62	0.60	31.25
بيرل	16.25	20.5	39.4	1.82	1.50	64

وهناك تناقض آخر يتبادر إلى الذهن؛ فعندما تكون الظروف مواتية والإصدارات الجديدة جاهزة للبيع تظهر على السطح عروض الأسهم عديمة الجدوى. وسرعان ما تجد لها مشترين وعادة ما ترتفع أسعارها بسرعة بعد الإصدار إلى مستويات تتعلق بالأصول والأرباح كفيلة بأن تجعل شركات مثل آي بي إم و زيروكس و بولارويد في وضع مخجل. إن وول ستريت يتمادى في ذلك الجنون بلا قيود ودون أن يبذل أحد أية جهود علنية لوقف هذا الجنون قبل أن يحدث انهيار الأسعار المحتوم. (إن هيئة الأسواق والأوراق المالية لا يسعها فعل شيء سوى الإصرار على كشف النقاب عن المعلومات التي لا يعبأ بها عامة المضاربين أو الإعلان عن إجراء تحقيقات وفرض إجراءات عقابية ذات تأثير محدود خاصة بعد شق عصا طاعة القانون). وعندما يختفي العديد من هذه المشروعات صغيرة الحجم التي تضخمت بصورة مبالغ فيها من فوق مسرح الأسهم أو تكاد تختفي من الساحة يتم النظر إلى الأمر من زاوية فلسفية على اعتبار أن الأمر ليس أكثر من مجرد "جزء من اللعبة"، وبعدها يقسم الجميع بأغلظ الأيمان على الإقلاع عن مثل هذا التهور الذي لا مبرر له ولكن إلى

حين.

إنني أعلم أن القارئ سوف يجيبني بقوله "شكرًا على هذه المحاضرة "، ولكن ماذا عن "الإصدارات رخيصة الثمن"؟ هل من الممكن أن نحصل منها على أرباح بدون التعرض لمخاطرة مرتفعة؟ نعم، بالطبع يمكنك ذلك إذا كان بوسعك العثور على عدد كافٍ منها لتكوين مجموعة متنوعة وإذا لم ينفد منك صبرك إذا لم ترتفع قيمتها عقب شرائك إياها؛ ففي بعض الأحيان قد يتطلب الأمر قدرًا هائلًا من الصبر. في طبعتنا السابقة أوردنا مثالًا واحدًا (صفحة 188) كان يحدث في أثناء كتابتنا لها. كان هذا المثال هو شركة بيرتون ديكسي كورب التي كان سهمها يباع بـ 20 نقطة بالمقارنة بقيمة صافي الأصول الجارية التي بلغت 30 نقطة وقيمة دفترية تصل إلى 50 نقطة. إن تحقيق أرباح على عملية شراء كهذه كان سيستغرق بعض الوقت، ولكن في أغسطس عام 1967 تم عرض5.43 نقطة مقابل أسهمها، وهو ما يعادل قيمتها الدفترية تقريبًا. أما حامل السهم الصبور الذي قام بشراء السهم في مارس عام 1964 عند 20 نقطة كان سيحقق ربحًا يبلغ 165% في غضون ثلاث سنوات ونصف، وعائدًا سنويًا غير مركب يصل إلى 47%. إن غالبية الإصدارات الرخيصة لم تستغرق وقتًا طويلًا كما أثبتت خبرتنا الطويلة لتحقيق أرباح جيدة ولم يكن معدلها مرتفعًا للغاية. وللاطلاع على موقف مشابه، يحدث حاليًا ونحن نكتب هذه السطور، راجع مناقشة موقف شركة ناشيونال بريستو إنداستريز.

مواقف خاصة أو "تدريبات"

دعونا نتناول هذا الجانب بإيجاز ما دام أنه من بين بنود برنامج عمليات المستثمر الجريء من الناحية النظرية. ولقد تم التعليق عليه بعاليه، ولكن فيما يلي بعض الأمثلة على هذه المواقف وبعض التعليقات الإضافية عما يمكن أن يتاح للمستثمر الجريء اليقظ الذي يتسم بسعة الأفق في مثل هذه الحالات.

ثلاثة من تلك المواقف كانت قائمة بالفعل في أوائل عام 1971 ، ويمكن تلخيصها كالآتي:

الموقف (1): الاستحواذ على شركة كايزر روث بواسطة شركة بوردن؛ ففي عام 1971 أعلنت شركة بوردن المحدودة عن خطة للاستحواذ على شركة كايزر روث ("مظهر متنوع") من خلال منح 1.31 من أسهمها الخاصة في مقابل سهم واحد من أسهم كايزر روث. وفي اليوم التالي وفي أثناء عملية التبادل النشطة أغلقت بوردن على 26 نقطة و كايزر روث على 28 نقطة سعرية. إذا قام "متداول" بشراء ثلاثمائة سهم من أسهم كايزر روث وقام ببيع أربعمائة سهم من أسهم بوردن بتلك الأسعار وإذا ما تمت بالشروط التي أعلن عنها، كان سيحقق أرباحًا على تكلفة أسهمه تصل إلى 24% ويدفع عمولات أقل وبعض البنود الأخرى. وإذا افترضنا أن الصفقة استغرقت ستة أشهر، فإن أرباحه النهائية كانت ستصل إلى 40% سنويًّا تقريبًا.

الموقف (2): في نوفمبر عام 1970 عرضت شركة ناشيونال بسكيت شراء حق إدارة بشركة أورورا بلاستيك في مقابل 11 دولارًا نقدًا. ولقد كان السهم

يباع بحوالي 8.21؛ وأغلق الشهر على 9 نقاط سعرية وظل يباع بهذا السعر حتى نهاية العام. لقد كان إجمالي الأرباح هنا في الأساس حوالي 25% في ظل خضوع الصفقة لمخاطر عدم استكمالها ولعنصر الوقت.

الموقف (3): لقد طلبت شركة يونيفرسال ماريون التي توقفت عن مزاولة نشاطها من حملة أسهمها الموافقة علـى حـل النشـاط. وأعلـن أمـين الخزانـة أن القيمـة الـدفترية للسـهم العـادي تصـل إلى 28.5 دولار للسهم، وجانب كبير منها قد تمت تصفيته. ولقد أغلق السهم في عام 1970 عند 21 دولارًا؛ مما يشير إلى احتمال تحقـيق ربـح إجمـالي إذا مـا تـم الوصـول إلـى القيمة الدفترية في عملية التصفية لتصل إلى أكثر من 30%.

لـو أن عمليـات كـهذه تتم على أساس التنويع لتوزيع المخاطرة فإنها سوف تحقق أرباحًا سنوية تقدر بـ 20% أو أفضل وعندئذٍ سوف تصبح صفقة ممتازة. ونظرًا لأن هذا الكتاب لا يتناول "المواقف الخاصة" فلن نخوض في مزيد من التفاصيل في هذا الصدد لأن هذه المواقف تعد نشاطًا في حد ذاتها. علينا الإشارة إلى تطورات متناقضة حدثت في السنوات الأخيرة. فمن ناحية، زاد عدد الصفقات التي يمكن الاختيار فيما بينها بالمقارنة بعشر سنوات مضت على سبيل المثال. ولقد حدث ذلك نتيجة لهوس الشركات بتنويع أنشطتها من خلال أنواع مختلفة من عمليات الاستحواذ وما إلى ذلك؛ ففي عام 1970 انخفض عدد "الإعلانات عن عمليات الدمج" من 6000 إعلان عام 1969 إلى 5000 عملية دمج. ولقد بلغ

[illegible]

وربما يكون جزء ضئيل فقط من تلك الإعلانات البالغ عددها 5000 إعلان عن عمليات الدمج تلك هو الذي يمثل فرصة واضحة لشراء الأسهم من جانب رجل "مواقف خاصة"، ولكن هذا الجزء الضئيل يظل أكثر من كافٍ الآن لجعله مشغولًا بالدراسة والانتقاء والاختيار.

أما الجانب الآخر من الصورة فيتمثل في أن نسبة كبيرة من عمليات الدمج التي أعلن عنها لم تستكمل، وفي مثل هذه الحالات بالطبع لا يتم الحصول على الأرباح المستهدفة، وبدلًا من ذلك سوف تحدث خسائر فادحة. وترجع أسباب إخفاق تلك الصفقات إلى أسباب شتى والمؤشرات السلبية بما في ذلك التدخل لوقف العمليات الاحتكارية، ومعارضة حملة الأسهم، وتغير "أوضاع السوق"، والمؤشرات السلبية نتيجة للقيام بمزيد من الدراسة والبحث، والإخفاق في الاتفاق على التفاصيل... إلخ. وتتمثل الخدعة هنا بالطبع في القدرة على اتخاذ قرار ما تدعمه الخبرة من أجل اختيار الصفقات التي ترتفع احتمالات نجاحها، وتلك التي من المرجح أن تتسبب في أقل الخسائر الممكنة إذا لم تحقق النجاح المتوقع 303 .

303 كما ناقشنا في تعليقات الفصل السابع، فإن المراجحة على الشركات المندمجة هي أمر غير ملائم لمعظم المستثمرين الأفراد.

مزيد من التعليق على الأمثلة سالفة الذكر

شركة كايزر روث. لقد رفض مديرو هذه الشركة (في يناير عام 1971) عرض شركة بوردن عندما كانت تتم

كتابة هذا الفصل. ولو تم "إلغاء" هذه العملية فإن إجمالي الخسارة الفورية، بما في ذلك العمولات، كان سيصل إلى 12% من تكلفة أسهم شركة كايزر روث.

شركة أوروا بلاستيكس. نظرًا لأداء هذه الشركة السيئ في عام 1970، تمت إعادة التفاوض بشأن شروط عملية الاستحواذ، وتم خفض السعر إلى 10.5 دولار. ولقد تم دفع ثمن الأسهم في نهاية شهر مايو. وبلغ معدل العائد السنوي المتحقق حوالي 25%.

شركة يونيفرسال ماريون. لقد قامت هذه الشركة بعملية توزيع مبدئية للنقد وللأسهم بلغت 7 دولارات للسهم؛ مما أدى إلى خفض الاستثمار إلى 41.5. ومع ذلك انخفض السعر السوقي إلى 13 نقطة في أعقاب ذلك؛ مما ألقى بظلال من الشك على النتيجة النهائية من عملية التصفية.

وإذا افترضنا أن الأمثلة الثلاثة تعد فرصًا "للتدريب أو المراجحة" بشكل عام في عام 1971، يكون من الواضح أنها ليست جذابة إذا تم القيام بها على أساس عشوائي؛ مما يجعل مثل هذا النوع من الصفقات مجالًا خاصًّا بالمحترفين الذين يتمتعون بالخبرة والقدرة على الحكم على الأمور.

هناك جانب مثير آخر في مثال شركة كايزر روث؛ ففي أواخر عام 1971 انخفض السعر إلى أقل من 20 نقطة بينما كان سعر بوردن 25 نقطة، وهو ما يعادل 33 نقطة بالنسبة لسعر كايزر روث في ظل شروط التبادل. ولقد كان يبدو أن مديري الشركة قد أخطأوا حين رفضوا

مثل هذه الفرصة أو أن أسهم كايزر روث قد هبطت قيمتها هبوطًا حادًّا في السوق وهو عامة أمر لابد أن يبحثه المحلل المالي.

تعليقات على الفصل الخامس عشر

من اليسير أن تعيش في هذا العالم وأنت محكوم بآراء الآخرين؛ ومن اليسير كذلك أن تعيش عزلتك وأنت محكوم بآرائك؛ ولكن الرجل العظيم هو الذي يحتفظ باستقلال عزلته في أعذب صورها حتى وهو في وسط الآخرين.

ـ رالف والدو إميرسون.

الممارسة، الممارسة، ثم الممارسة

كان "ماكس هيني"، مؤسس صندوق ميوتشوال سيريس فاندز، يحب دائمًا أن يقول: "هناك طرق كثيرة تؤدي إلى روما". إن مُنتقي الأسهم الفذ هذا كان يعني بقوله ذاك أن أسلوب اختياره للأسهم القائم على القيمة ليس هو الأسلوب الوحيد لأن يكون المرء مستثمرًا ناجحًا. وفي هذا الفصل سوف نعرض العديد من الأساليب التي يتبعها المديرون الماليون لاختيار الأسهم.

قبل كل شيء، هناك أمر جدير بالتكرار، وهو أن اختيار الأسهم الفردية بالنسبة لغالبية المستثمرين أمر غير ضروري، إن لم يكن من الأشياء التي لا ننصح بها. إن حقيقة أن غالبية المحترفين لا يحسنون اختيار الأسهم لا يعني أن الهواة هم الذين سوف يحسنون الاختيار. إن الغالبية العظمى من الأشخاص الذين يحاولون اختيار الأسهم يكتشفون أنهم ليسوا بالبراعة التي ظنوا أنفسهم عليها والمحظوظون منهم هم الذين يكتشفون ذلك في

مرحلة مبكرة، أما الأقل حظًّا فيستغرقون سنوات ليكتشفوا ذلك. إن نسبة ضئيلة من المستثمرين يمكنهم إتقان اختيار أسهمهم الخاصة؛ لذلك فمن الأفضل أن يحصل باقي المستثمرين على المساعدة، وأفضل مساعدة يحصلون عليها هي من صندوق مشترك يرتبط بمؤشر.

لقد نصح "جراهام" المستثمرين بأن يمارسوا اختيار الأسهم أولًا، كما يفعل كل الرياضيين العظماء والموسيقيين الذين يتدربون ويجرون تجارب الأداء قبل أدائهم الفعلي للحدث الرياضي أو الموسيقى. ولقد اقترح البدء بقضاء عام في تتبع الأسهم واختيارها (ولكن ليس بأموال حقيقية) 304 . في أيام "جراهام" كان من الممكن أن تستخدم دفترًا لعمليات الشراء والبيع الافتراضية أما اليوم فيمكنك استخدام "متتبعات الحافظات المالية" بمواقع مثل: www.morningstar.com ، و http://finance.yahoo.com ، و http://money.cnn.com/services /portfolio/ ، أو www.marketocracy.com (في الموقع الأخير تجاهل الخدمات غير ذات الصلة بما تبحث عنه).

304 مقالة "باتريشيا دريفوس" Investment Analysis in Two Easy Lessons ("لقاء مع "جراهام) مجلة *Money* ، عدد يوليو عام 1976 صفحة 36.

ومن خلال وضع أساليبك تحت الاختبار قبل تجربتها بأموال حقيقية يمكنك ارتكاب أخطاء بدون أن تتحمل

خسـائر فعليـة، وتطـور النظـام المتبـع لتفـادي تكـرار التداول، وعليك مقارنة أسلوبك بأسلوب كبار المديرين الماليين لتعلم أي الأساليب أفضل بالنسبة لك. والأفضل من ذلك أن تَتَبُّعَ نتيجة جميع خيارات الأسهم التي قمت بـها يحـول بينـك وبـين إغفـال حقيقـة أن بعـضًا مـن تخميناتك اتضح أنها غير صحيحة؛ مما يجعلك تتعلم من أسهمك الرابحة والخاسرة على السواء. وبعد عام عليك مقارنة نتائجك بما كان بوسعك أن تفعله لو أنك وضـعت كـل أموالـك فـي أحـد الصناديق التـي تـرتبط بمؤشـر إس آنـد بـي 500 المـركب. فإذا كنت لا تتمتع بالخبرة أو كانت اختياراتك سيئة، فما من ضرر قد وقع عليك؛ فاختيار الأسهم الفردية ليس ملائمًا لك؛ لذلك عليك أن تختار صندوقًا مرتبطًا بمؤشر وأن تكف عن إضاعة الوقت في محاولة اختيار الأسهم.

أما إذا كنت قد استمتعت بالتجربة وحصلت على عوائد جيـدة بـدرجة كافيـة، فعليـك تجميع سلة من الأسهم ولكن لابد أن تقتصر بحد أقصى على نسبة 10% من إجمـالي الحافظـة الماليـة (أمـا بـاقي أسـهم الحافظـة فيجب أن تكون ضمن أسهم صندوق مرتبط بمؤشر). وعليك أن تتذكر دائمًا أنه يمكنك التوقف في أي وقت تشاء متى شعرت بأن الموضوع لم يعد يثير اهتمامك أو أن عوائدك لم تعد جيدة.

ابحث أسفل الصخور الصحيحة

إذن كيف يمكنك أن تبحث عن سهم قد يكون رابحًا؟ يمكنـــك الاســتفادة مـــن مـــواقع مثـــل:

http://Finance.yahoo.com ، و www.morningstar.com ؛ وذلك لفرز الأسهم طبقًا للمعايير الإحصائية التي اقترحناها في الفصل الرابع عشر. أو يمكنك اتباع أسلوب متقن يتطلب قدرًا كبيرًا من الصبر. وعلى النقيض من أغلب الأشخاص، فإن أفضل المستثمرين المحترفين يهتمون أول ما يهتمون بالشركات عندما تهبط قيمة أسعار أسهمها وليس عندما ترتفع. إن "كريستوفر براون" مدير صندوق تويدي براون جلوبال فاليو فاند، و و"يليام نيجرن" مدير صندوق أوكمارك فاند، و "روبرت رودريجيز" مدير صندوق إف بي إيه كابيتال فاند، و"روبرت توراي" مدير صندوق توراي فاند جميعهم يشيرون إلى ضرورة النظر إلى القائمة اليومية لأكثر الأسهم انخفاضًا طوال 52 أسبوعًا في صحيفة " *Wall Street Journal* "أو بجدول مشابه في قسم "أسبوع السوق Market week "من صحيفة بارونز، فسوف يوجه ذلك اهتمامك نحو الأسهم والصناعات غير الرائجة أو التي لا تحظى بالقبول مما يزيد من إمكانية تحقيق عوائد مرتفعة ما إن تتغير وجهة نظر السوق.

إن كلًّا من "كريستوفر ديفيس" مدير صندوق ديفيس فاندز، و "ويليام ميلر" مدير صندوق ليج ماسون فاليوترست يود رؤية الرأسمال المستثمر يحقق عوائد متزايدة، أو ما يسمى بـ "عائد رأس المال المستثمر" وهو أسلوب لقياس مدى كفاءة الشركة يطلق عليه "وارن بافيت". "أرباح المالك " 305 (انظر المربع التالي).

انظر التعليق على الفصل الحادي عشر

من ربحية السهم إلى عائد رأس المال المستثمر

إن صافي الدخل أو ربحية السهم قد تعرض للتشويه خلال السنوات الأخيرة بسبب عوامل مثل منح خيارات الأسهم والأرباح المحاسبية والرسوم. ولمعرفة حجم الأرباح الحقيقية للشركة التي تنتج من استخدام رأسمالها في أنشطتها، عليك النظر إلى أبعد من ربحية السهم أي إلى عائد رأس المال المستثمر. ويعرفه "كريستوفر دافيس" مدير صندوق "دافيس فاندر" بالصيغة التالية:

عائد رأس المال المستثمر = أرباح المالك ÷ رأس المال المستثمر

عندما تعادل أرباح المالك:
الأرباح العاملة
بالإضافة إلى الإهلاك
بالإضافة إلى استهلاك الشهرة التجارية
ناقص ضريبة الدخل الفيدرالية (التي تسدد بمتوسط معدل الشركة)
ناقص تكلفة خيارات الأسهم.
ناقص "هامش الوقاية" أو النفقات الرأسمالية (أو الضرورية)
ناقص أي دخل يتحقق من المعدلات غير المستمرة لعائدات صناديق المعاش (اعتبارًا من عام 2003 أي معدل يزيد على 6.5%).

وعندما يساوي رأس المال المستثمر:
إجمالي الأصول
ناقص النقد (وكذلك الاستثمارات قصيرة الأجل والخصوم الجارية بدون فوائد).
بالإضافة إلى الرسوم المحاسبية السابقة التي أدت إلى خفض رأس المال المستثمر.

إن عائد رأس المال المستثمر يتمتع بميزة إظهار أرباح الشركة، بعد حساب جميع المصروفات المشروعة، من أنشطتها العاملة وإلى أي مدى أحسنت استخدام أموال حملة الأسهم لتحقيق هذا العائد. وعندما يبلغ قيمة هذا العائد 10% تكون ممتازة، وحتى نسبة 6% أو 7% تعد نسبة مغرية أيضًا إذا كان للشركة أسماء تجارية جيدة أو إدارة ذات اتجاه محدد أو تمر بظروف سيئة مؤقتة.

من خلال تفحص "المتشابهات" أو الأسعار التي تم عندها الاستحواذ على الشركات المتشابهة بمرور الزمن يتمكن المديرون من أمثال "تيجرين" مدير صندوق أوكمارك، و"ماسون هوكينز" مدير صندوق لونجليف بارتنرز من معرفة تحديد قيمة أجزاء الشركة، أما بالنسبة للمستثمر الفردي، فإن مثل هذا العمل يعتبر مضنيًا وشاقًّا وصعبًا؛ لذلك عليك البدء بالنظر إلى حاشية "قطاعات النشاط " التي ترد في التقرير السنوي للشركة والذي يظهر فيه القطاع الصناعي، وعوائد وأرباح كل نشاط ثانوي. (أو قد يكون من المفيد الاستعانة بكتاب Management Discussion and Analysis ")، ثم قم بالبحث في قاعدة بيانات الأخبار مثل فاكتيفا و بروكويست أو ليكسس نيكسس على سبيل المثال، للاطلاع على أمثلة لمؤسسات أخرى في المجال الصناعي نفسه والتي تم الاستحواذ عليها

مؤخـرًا. إن اسـتخدام قاعـدة بيـانات إدجـار بمـوقع www.sec.gov وبـالاطلاع علـى التقـارير السـنوية الماضية قد يمكنك تحديد نسبة سعر الشراء إلى أرباح الشـركات التـي تـم الاسـتحواذ عليها. وعندئذٍ يمكنك تطبيق تلك النسبة لتقدير المبالغ التي يمكن أن تدفعها الشركات المستحوذة مقابل قسم مشابه من الشركة التي تقوم بفحصها.

ومـن خـلال الفحـص المنفصـل لكل قسـم مـن أقسام الشركة بهذا الأسلوب يمكنك معرفة ما إذا كانت قيمتها تفوق سعر السهم الحالي أم لا. إن" هوكينز" يرغب في العثور على ما يسميه "الدولارات التي تساوي 60 سنتًا" أو الشركات التي يتم تداول أسهمها بما يصل إلى 60% أو أقل من القيمة التي يقيم بها النشاط، وهو ما يساعد على توفير هامش الأمان الذي يصر "جراهام" عليه.

من الرئيس؟

وفـي الختـام يـرغب غالبيـة المسـتثمرين المحتـرفين البارزين في أن يروا الشركة تدار بواسطة أشخاص على حـد قـول "ويليـام نـيجرين" مـدير صـندوق أوكمـارك: "يفكـرون مثـل أصـحاب الشـركات ولـيس كمـديرين فحسب". وينبغي تطبيق اختبارين بسيطين وهما: هل البيانات المالية للشركة سهلة الفهم أم أنها غامضة؟ هل الرسـوم "غـير المتكـررة" أو "غـير العاديـة" أو غـير "المعتادة"، حقًّا تتسم بالصفات التي سميت بها أم أنها تحدث باستمرار؟

إن "ماسون هوكينز" مدير صندوق لونجليف يبحث عن

مديري الشركات الذين يصلحون لأن يكونوا "شركاء جيدين" أي الذين يفتشون بصراحة وصدق عن المشكلات ولديهم خطط واضحة بشأن تخصيص التدفق النقدي الحالي والمستقبلي ويمتلكون حصصًا ضخمة من أسهم الشركة (ويفضل من خلال عمليات شراء النقد وليس عن طريق منح خيارات الأسهم). ولكن يقول "روبرت توراي" مدير صندوق توراي محذرًا: "إذا تحدثت الإدارة عن سعر السهم أكثر من حديثها عن نشاط الشركة، فإننا لا نهتم". وفي الوقت نفسه يفضل "كريستوفر ديفيس" مدير صندوق ديفيس فاندز تحديد نسبة إصدار خيارات الأسهم بـ 3% تقريبًا من الأسهم القائمة.

وداخل صندوق فانجارد برايم كاب فاند يشير "هوارد شو" إلى أنه يقوم بتتبع: "ما ذكرته شركة ما في إحدى السنوات وما يحدث في العام الذي يليه، فيقول نحن نريد أن نتأكد من أن الإدارة تتحرى الصدق في تعاملاتها، ليس فقط مع حملة الأسهم، ولكن أيضًا مع نفسها". (إذا ما أصر رئيس الشركة على أن كل شيء على ما يرام في الوقت الذي تتعثر فيه الشركة فاحذره!) في هذه الأيام يمكنك أن تسمع المؤتمرات الهاتفية الخاصة بالشركة التي تعقد بانتظام حتى إن كنت تملك بضعة أسهم قليلة، ولمعرفة جدول هذه المؤتمرات اتصل "بإدارة علاقات المستثمرين" بمقر الشركة، أو قم بزيارة موقع الشركة الإلكتروني.

أما "روبرت رودريجيز" مدير صندوق إف بي إيه كابيتال فاند فإنه يهتم بالصفحة الأخيرة من التقرير

السنوي للشركة؛ حيث توجد قائمة بأسماء رؤساء أقسام الإدارة والتشغيل. فإذا كان هناك تغيير يطرأ على تلك الأسماء خلال العام أو العامين الأولين من نظام كبار المسئولين التنفيذيين الجديد فإن تلك قد تكون بمثابة علامة إيجابية؛ حيث إنها تعبر عن اجتثاث الحشائش الفاسدة. ولكن إذا ما استمر معدل دوران العاملين مرتفعًا، فعندئذٍ يتحول التغيير إلى عدم استقرار واضطراب.

انتبه للطريق

هناك طرق شتى تؤدي إلى روما أكثر مما ذكرنا. إن بعضًا من أبرز مديري الحافظات الاستثمارية أمثال "ديفيد دريمان" مدير صندوق دريمان فاليو مانجمنت، و "مارتن ويتمان" مدير ثيردافينو فاندز، يولون اهتمامهم إلى الشركات التي تبيع بمضاعفات شديدة الانخفاض لقيمة الأصول أو الأرباح أو التدفق النقدي. أما الآخرون أمثال "تشارلز رويس" مدير صندوق رويس فاندز فهم يتصيدون الشركات الصغيرة التي تم التهوين من قيمتها. ولإلقاء نظرة شاملة موجزة على كيفية اختيار "وارين بافيت"- أكثر مستثمري الوقت الحالي احترامًا وتبجيلًا- للشركات انظر صفحة 437.

أسلوب "وارين"

لقد أضحى "وارين بافيت" - أعظم تلاميذ "جراهام" - أنجح مستثمري العالم من خلال إدخال تعديلات على أفكار "جراهام"؛ فلقد قام "بافيت" وشريكه "تشارلز ونجر" بمزج أسلوب "جراهام" مثل "هامش الأمان" والانفصال عن السوق بتأكيدهم المتكرر على النمو المستقبلي، وفيما يلي ملخص شديد الإيجاز لأسلوب "بافيت":

إنه يبحث عما يطلق عليه شركات "حق الامتياز" التي لها علامات تجارية استهلاكية قوية ذات الأنشطة سهلة الفهم والمركز المالي القوي وتعد شبه احتكارية في أسواقها مثل إتش آند آر بلوك، وجيليت، و واشنطن بوست. إن "بافيت" يحب تلقف الأسهم عندما تحدث فضيحة أو خسارة فادحة أو عندما تنتشر أنباء سيئة عن الشركة مثل سحابة صيف مثلما حدث عندما قام بشراء شركة "كوكاكولا" بعد طرحها المشئوم لمنتج "الكولا الجديد"، ثم انهيار السوق في عام 1987. وهو يرغب أيضًا في أن يضع المديرون أهدافًا واقعية ويحققوها ويقوموا ببناء شركاتهم من الداخل أكثر مما يفعلون من خلال عمليات الاستحواذ، كما يريدهم أيضًا أن يخصصوا رأس المال بحكمة وروية؛ ولا يدفعوا لأنفسهم مئات الملايين من الدولارات من خلال خيارات الأسهم. ويصر "بافيت" على ضرورة تحقيق نمو مطرد ومستمر في الأرباح مما يرفع قيمة الشركة في المستقبل عما هي عليه في الوقت الراهن.

ويوضح "بافيت" في تقاريره السنوية على موقع www.berkshirehathaway.com أن أسلوب تفكيره مثل الكتاب المفتوح. ولا تعتقد أن أي مستثمر آخر، حتى "جراهام" كشف علانية عن أسلوبه أو قام بكتابة مقالات تدفع المرء دفعًا لقراءتها مثلما فعل "وارين". (ومن الأمثلة الكلاسيكية التي يرددها "بافيت": "عندما تقوم إحدى الإدارات المعروف عنها العبقرية بتولي نشاط مشهور باتباعه لأساليب اقتصادية سيئة فإن شهرة النشاط هي الشيء الوحيد الذي يظل كما هو دون مساس"). إن جميع المستثمرين الأذكياء يستطيعون، بل يتحتم عليهم تعلم قراءة هذه الكلمات التي كتبها هذا المعلم.

ومن بين الأساليب الفنية التي تعينك على ذلك: عليك معرفة أي المديرين الماليين البارزين يمتلك الأسهم نفسها التي تمتلكها، فإذا استمر ظهور اسم أو اسمين من أسمائهم فعليك بزيارة موقع الشركة على الإنترنت، وقم بتنزيل أحدث تقاريرهم. ومن خلال معرفة الأسهم الأخرى التي يمتلكها هؤلاء المستثمرون يمكنك معرفة المزيد عن الصفات التي تجمع بينها، ومن خلال قراءتك تعليق المديرين قد تستطيع تكوين فكرة عن كيفية تحسين أسلوبك 306 .

306 هناك عدة مطبوعات صحفية متخصصة في تحليل المحافظ المالية المحترفة، ولكن يعد أغلبها مضيعة للوقت والمال حتى بالنسبة لأكثر المستثمرين جرأة، ولكن هناك استثناء لمن لديهم بعض المال الذي يستطيعون الاستغناء عنه وهو *Outstanding Investor Digest (www.oid.com).*

ومهما اختلفت الأساليب التي يتبعها محترفو الاستثمار الناجحون، فهناك شيئان يجمعان بينهم وهما: أولًا، إنهم منظمون ومثابرون ويرفضون تغيير أساليبهم حتى إن

بـدت قـديمة. ثـانيًا، إنـهم يفكـرون ملـيًّا فيما يفعلونه وكيفية تنفيذه، ولكنهم لا يلقون بالًا لما تفعله السوق.

الفصل 16

الإصدارات القابلة للتحويل وصكوك الاكتتاب

لقد أصبحت السندات القابلة للتحويل والأسهم الممتازة تحتل مكانة استثنائية في الآونة الأخيرة في مجال التمويل رفيع المستوى. وكتطور موازٍ، فقد زاد عدد صكوك خيارات الأسهم التي هي عبارة عن حقوق طويلة الأجل لشراء الأسهم العادية بأسعار محددة زيادة هائلة. وما يزيد على نصف الإصدارات الممتازة المدرجة حاليًا في دليل أسهم مؤشر ستاندرد آند بورز، تتمتع بحقوق تحويل، ولقد كان ذلك ينطبق على جانب عريض من تمويل سندات الشركات خلال الفترة ما بين عام 1968 وعام 1970. ويوجد على الأقل ستون سلسلة مختلفة من صكوك خيارات الأسهم يتم تداولها في بورصة الأسهم الأمريكية. وفي عام 1970 قامت بورصة نيويورك لأول مرة في تاريخها بإدراج صكوك طويلة الأجل تمنح حقوقًا لشراء 31400000 سهم من أسهم شركة أمريكان تل آند تل بسعر 52 دولارًا للسهم. ومع وجود شركة مازر بل في مقدمة هذا الركب حاليًا، فمن المتوقع أن تحدث زيادة بسبب العديد من الصكوك المزيفة الجديدة (كما سنوضح فيما بعد أن هذه الصكوك مزيفة بأكثر من معنى 307).

307 إن "جراهام" يمقت الصكوك كما سيوضح فيما بعد.

وفي إطار الصورة الشاملة، فإن الإصدارات القابلة للتحويل تبدو أشد أهمية من الصكوك؛ لذلك سوف

نناقشها أولًا. هناك سمتان رئيسيتان لابد من مراعاتهما من وجهة نظر المستثمر. أولاهما: كيف ترقى هذه الإصدارات لمستوى الفرص الاستثمارية والمخاطر؟ الثانية: كيف يؤثر وجودها في قيمة إصدارات الأسهم العادية ذات الصلة بها؟

يقال إن الإصدارات تتمتع بمزايا خاصة بالنسبة لكل من المستثمر والشركة المصدرة؛ حيث يحصل المستثمر على الحماية الفائقة للسند أو السهم المميز إلى جانب أنه يحظى بفرصة للمشاركة في أي ارتفاع حقيقي في قيمة السهم العادي، فالجهة المصدرة للسند تستطيع زيادة رأس المال بفائدة معتدلة أو بتكلفة توزيع ممتازة، وإذا ما تم تحقيق الازدهار المتوقع سوف يتخلص مُصدِر السند من الالتزام الأشد الذي يقع على عاتقه، وذلك من خلال استبدال سهم عادي به، وهكذا يستفيد طرفا الصفقة.

ومن الواضح أن الفقرة السابقة كان لابد أن تبالغ قليلًا في عرض الأمر؛ حيث لا يسعك بأية وسيلة جيدة أن تجعل الصفقة أفضل حالًا مما هي عليه بالنسبة لكلا الطرفين. ففي مقابل ميزة التحويل عادة ما يتنازل المستثمر عن شيء مهم من حيث الجودة أو العائد أو كليهما. وعلى النقيض من ذلك، إذا ما حصلت الشركة على أموالها بتكلفة أقل بسبب التحويل فإنها تتنازل في المقابل عن جزء من حق حملة الأسهم العادية في الحصول على ثمار أي تحسين يطرأ في المستقبل. وفيما يتعلق بهذا الموضوع، أثيرت العديد من الجدالات المتضاربة ما بين مؤيد ومعارض. وأضمن نتيجة يمكن

التوصل إليها هي أن تلك الإصدارات القابلة للتحويل مثل أي شكل آخر من أشكال الأوراق المالية، وذلك أن صورتها في حد ذاتها لا تضمن الجاذبية أو انعدامها؛ فهذا الأمر يعتمد على جميع العوامل المحيطة بالإصدار الفردي 308 .

308 إن "جراهام" يشير إلى أنه على الرغم من الدعاية الرنانــة التــي تــتردد علــى مسـامع المسـتثمرين، فـإن السـندات القابلـة للتحويـل "لا تقـدم أفضـل مـا فـي العـالمين" فالعائـد المـرتفع والمخـاطرة المنخفضـة لا يتفقان معًا. فما يمنحك إياه وول ستريت باليد اليمنى يسـلبك إيـاه باليـد اليسـرى. إن الاسـتثمار يمكنـه أن يمنحك أفضل ما هو قائم في عالم واحد فقط، أو أسوأ ما فيه، ولكن أفضل ما في العالمين نادرًا ما يكون في متناول اليد كله في سلة واحدة.

ومع ذلك فنحن نعلم أن مجموعة الإصدارات القابلة للتحويل التي ظهرت في أثناء المرحلة المتأخرة من سوق المضاربة على الصعود سوف تحقق نتائج غير مرضية بصفة عامة (فلسوء الحظ خلال فترات التفاؤل هــذه كـانت تتـم عمليـات تمويـل الإصـدارات القابلـة للتحويل في الماضي) ولا محيص من مواجهة النتائج السيئة، بسبب التوقيت ذاته، طالما أن أي تدهور هائل في سوق الأسهم لابد أن يقلل من جاذبية ميزة التحويل فضـلًا عـن إلقائه ظلالًا من الشك حـول درجـة الأمـان الأسـاسية للإصـدار ذاتـه 309 . كمثـال جمـاعي سـوف نحتفـظ بـالمثال الـذي اسـتخدمناه فـي طبعتنـا الأولـى للسـلوك النسـبي لأسـعار الإصـدارات القابلـة للتحويـل

والأسهم المباشرة (غير القابلة للتحويل) التي كانت معروضة عام 1946، وهي سنة إغلاق سوق المضاربة على الصعود التي سبقت السوق الاستثنائية التي بدأت عام 1949.

309 طبقًا لما ورد عن كل من مؤسسة جولدمان ساشز وإيبوستون أسوشياتس، منذ عام 1998 حتى عام 2002 حققت الإصدارات القابلة للتحويل متوسط عائد سنوي يصل إلى 4.8% وهو عائد أفضل بصورة ملحوظة من الخسارة السنوية للأسهم الأمريكية التي بلغت 0.6% ولكنها أسوأ بدرجة ملحوظة من عوائد سندات الشركات متوسطة الأجل (ربح سنوي يقدر بـ 7.5%) وسندات الشركات طويلة الأجل (ربح سنوي يصل إلى 8.3%). وفي منتصف التسعينيات طبقًا لمؤسسة ميريل لينش، كانت هناك إصدارات قابلة للتحويل تقدر بـ 15 مليار دولار تقريبًا سنويًّا. وبحلول عام 1999 تضاعفت الإصدارات لتصل قيمتها إلى 39 مليار دولار. وفي عام 2000 تم إصدار ما تقدر قيمته بـ 58 مليار دولار من الإصدارات القابلة للتحويل وفي عام 2001 صدر ما تقدر قيمته بـ 105 مليارات دولار. وكما يحذر "جراهام"، فإن الأوراق المالية القابلة للتحويل تخرج فجأة من حيث لا ندري عقب انتهاء سوق المضاربة على الصعود، ويرجع ذلك إلى أنه حتى الشركات رديئة المستوى يكون لديها في ذلك الوقت عوائد أسهم مرتفعة بصورة تكفي لجعل خاصية التحويل جذابة.

الجدول (16-1) سجل سعر إصدارات الأسهم الممتازة الجديدة التي كانت معروضة عام 1946

تغيير السعر من سعر الإصدار إلى الارتفاع المنخفض حتى يوليو 1947	إصدارات "مباشرة" (عدد الإصدارات)	إصدارات قابلة للتحويل والمشاركة
لا انخفاض	7	0
انخفاض صفر 10%	16	2
10 20%	11	6
20 40%	3	22
40% أو يزيد	صفر	12
	37	42
متوسط الانخفاض	حوالي 9%	حوالي 30%

من الصعب تقديم مقارنة للسنوات التي امتدت من عام 1967 وحتى 1970 حيث يكاد لا يكون هناك أية عروض جديدة للإصدارات غير القابلة للتحويل خلال تلك الأعوام. ولكن من السهل توضيح أن متوسط انخفاض السعر للأسهم الممتازة القابلة للتحويل من ديسمبر عام 1967 إلى ديسمبر عام 1970 كان أكبر من انخفاض أسعار الأسهم العادية ككل (التي فقدت 5% فقط). ويبدو أن الإصدارات القابلة للتحويل كانت أسوأ بصورة طفيفة من الأسهم الممتازة المباشرة القديمة خلال الفترة من ديسمبر عام 1968 وحتى ديسمبر عام 1970، كما هو واضح من عينة الإصدارات من كل نوع والتي تبلغ 20 إصدارًا كما هو موضح في الجدول (16 - 2). إن تلك المقارنات سوف توضح أن الأوراق المالية القابلة للتحويل بصفة عامة تكون جودتها منخفضة كإصدارات ممتازة وترتبط كذلك بالأسهم العادية التي تكون أسوأ حالًا من السوق بصفة عامة إلا في أثناء ارتفاع المضاربة. أو مما هو جدير بالذكر أن تلك الملاحظات لا تنطبق بالطبع على جميع الإصدارات القابلة للتحويل. وخلال عامي 1968 و1969 على وجه الخصوص، لجأ عدد لا بأس به من الشركات القوية إلى استخدام الإصدارات القابلة للتحويل لمكافحة أسعار الأسهم

المرتفعة أو الأسهم الممتازة. ولكن تجدر الإشارة إلى أنه داخل عينة الأسهم التي تضم 20 سهمًا من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل حقق واحد منها فقط ارتفاعًا بينما هبط أربعة عشر سهمًا 310 .

310 إن التغييرات الهيكلية الأخيرة في سوق الإصدارات القابلة للتحويل خففت من حدة تلك الانتقادات. إن الأسهم الممتازة القابلة للتحويل، التي شكلت نصف إجمالي سوق الإصدارات القابلة للتحويل أيام "جراهام"، تشكل حاليًا 0.125 حجم السوق. إن الآجال أصبحت أقصر مما يجعل السندات القابلة للتحويل أقل تقلبًا ويجعلها تتمتع بـ "حماية الاستدعاء" أو ضمان ضد الاستدعاء المبكر. وتتمتع نصف الإصدارات القابلة للتحويل بتصنيف الاستثمار وهو تحسن مهم في جودة الائتمان منذ أيام "جراهام"؛ لذلك في عام 2002، هبطت قيمة مؤشر الإصدارات القابلة للتحويل الأمريكي ميريل لينش بنسبة 8.6% مقابل الانخفاض الذي شهده مؤشر إس آند بي 500 الذي بلغ 22.1% والانخفاض الذي شهده مؤشر الأسهم ناسداك وبلغ 31.3%.

الجدول (16- 2) سجل سعر الأسهم الممتازة والأسهم العادية وصكوك الاكتتاب في ديسمبر عام 1970 مقابل ديسمبر عام 1968.

(بناءً على عينات عشوائية لكل فئة منها تبلغ 20 إصدارًا)

	الأسهم الممتازة المباشرة فئة (أ) أو أفضل	المباشرة تصنيف أقل من أ	أسهم ممتازة قابلة للتحويل	أسهم عادية مدرجة	صكوك اكتتاب مدرجة
الارتفاعات	2	صفر	1	2	1
الانخفاضات:					
صفر 10%	3	3	3	4	صفر
10 20%	14	10	2	1	صفر
20 40%	1	5	5	6	1
40% أو أكثر	صفر	صفر	9	7	18
انخفاضات متوسطة	10%	17%	29%	33%	65%

(انخفاض مؤشر إس آند بي المركب الذي يضم 500

سهم عادي بمقدار 11.3 %).

إن النتيجة التي نستخلصها من تلك الأرقام ليست هي أن الإصدارات القابلة للتحويل غير مرغوب فيها في حد ذاتها عن الأوراق المالية "المباشرة" أو غير القابلة للتحويل، ولكن العكس صحيح. ومع ذلك فإننا نرى بوضوح أنه من الناحية العملية لا تتساوى الأمور؛ فإن ميزة التحويل عادة ما تشي بالافتقار إلى وجود جودة استثمارية حقيقية للإصدار.

ومما لا شك فيه أن الأسهم الممتازة القابلة للتحويل أكثر أمنًا من الأسهم العادية للشركة نفسها بمعنى أنها تحمل مخاطرة نهائية أقل للمبلغ الأصلي. وبالتالي، فإن الذين يشترون الإصدارات الجديدة القابلة للتحويل عقلاء في تفكيرهم إلى هذا القدر. ولكن في أغلب الحالات لا يكون خيار شراء السهم العادي أمرًا ذكيًا إذا ما بدأت به، بالسعر السائد، في الوقت الذي لم يُحسن البديل المتمثل في السهم الممتاز القابل للتحويل الصورة على نحو كافٍ. وفوق هذا وذاك قام المستثمرون بقدر هائل من عمليات شراء الإصدارات القابلة للتحويل؛ وذلك لعدم اهتمامهم بالأسهم العادية أو لانعدام ثقتهم بها بمعنى أنه لم يكن ليخطر ببالهم قط شراء الأسهم العادية آنذاك، ولكن أغراهم ما بدا أنه مزيج مثالي يجمع ما بين حق مطالبة مقدم إلى جانب ميزة التحويل القريبة من السوق الحالية، وفي العديد من الحالات حقق هذا المزيج نتائج طيبة، ولكن الإحصاءات تشير إلى أنه قد يكون بمثابة فخ.

وفيما يتعلق بملكية الإصدارات القابلة للتحويل، تبرز مشكلة خاصة يخفق غالبية المستثمرين في إدراكها وحتى عندما يتحقق الربح فإنها تجلب معها ورطة. وتتمثل المشكلة في ما إذا كان يتحتم على حامل الإصدار أن يبيعه ما إن يرتفع ارتفاعًا طفيفًا، أم ينبغي عليه أن يحتفظ بالسهم حتى يَحْدُث ارتفاع أكبر. وإذا ما تم استدعاء الإصدارات كما يحدث عادة عندما يرتفع السهم العادي بصورة ملموسة فهل ينبغي عليه البيع على المكشوف حينئذٍ، أم يقوم بتحويله ويحتفظ بالسهم العادي؟ 311

311 يتم "استدعاء" السند عندما تضطر الشركة المصدرة له أن تسدده قبل أجل استحقاقه أو تاريخ الاستحقاق الأخير لمبالغ الفائدة. لمعرفة المزيد حول كيفية عمل السندات القابلة للتحويل انظر ملحوظة رقم (1) في التعليق على هذا الفصل صفحة 455.

دعونا نتحدث بصورة عملية وبأمثلة ملموسة. إذا قمت بشراء سند بنسبة 6% عند 100 نقطة ويمكن تحويله عند 25 نقطة أي بمعدل 40 سهمًا لكل سند تصل قيمته إلى 1000 دولار، فيصل السهم إلى 30؛ مما يجعل قيمة السند تصل إلى 125، عندئذٍ إما أن تبيع أو تحتفظ به. فإذا احتفظت بالسهم طمعًا في ارتفاع السعر فإنك تكون في موقف حامل السهم العادي نفسه لأنه إذا هبط السهم فسوف تهبط قيمة السند كذلك. إن الشخص المحافظ قد يقول لنفسه بعد الوصول إلى 125 نقطة إن مركزه قد أصبح ينطوي على قدر هائل من المضاربة والمخاطرة لذلك يقوم بالبيع محققًا بذلك ربحًا مرضيًا

يصل إلى 25%.

حتى الآن والأمور تسير على ما يرام. ولكن عليك بمتابعة الأمر قليلًا؛ ففي العديد من الحالات عندما يبيع حامل السهم عند 125 نقطة يواصل السهم العادي ارتفاعه حاملًا معه الإصدار القابل للتحويل؛ مما يشعر المستثمر بالحسرة ذاتها التي يشعر بها شخص قام بالبيع في وقت مبكر للغاية. وفي المرة التالية يقرر الاحتفاظ بالسهم حتى يصل إلى 150 أو 200 نقطة. وعندما يصل الإصدار إلى 140 نقطة لا يبيع، ولكن السوق تبدأ في الهبوط وتنخفض قيمة السند إلى 80 نقطة، وهكذا يكون قد أخطأ للمرة الثانية.

وبعيدًا عن الألم النفسي الذي يشعر به حامل الإصدار لخطأ تخميناته والتي يبدو أنه لا مفر منها هناك انتكاسة حسابية حقيقية بالنسبة للتعاملات في الإصدارات القابلة للتحويل؛ فقد يبدو أن اتباع سياسة ثابتة وموحدة قائمة على البيع عندما يصل السعر إلى 25% أو 30% من الأرباح سوف يأتي بثمار جيدة إذا ما طبقت على العديد من الحيازات. ولكن سوف يؤدي ذلك إلى وضع حد أقصى للأرباح، ولن يتحقق هذا الحد بالإصدارات التي تبلي بلاءً حسنًا فقط. ولكن إذا كانت تلك الإصدارات تفتقر إلى القدر الكافي من الأمان الأساسي وهو أمر صحيح كما يبدو وتميل إلى التقلب والقابلية للشراء خلال المراحل الأخيرة من سوق المضاربة على الصعود، عندئذٍ سوف يخفق عدد كبير منها في الوصول إلى 125 نقطة، ولكنها لن تخفق في الانهيار إذا ما اتجهت السوق نحو الانخفاض؛ لذلك فإن

فرص المضاربة في الإصدارات القابلة للتحويل تبدو وهمية في حقيقة الأمر، وسوف تتسم التجربة بأسرها بوجود العديد من الخسائر الفادحة على الأقل بصورة مؤقتة بقدر ما هنالك العديد من الأرباح بالحجم نفسه.

ونظرًا لفترة استمرار سوق المضاربة على الصعود التي امتدت من عام 1950 إلى عام 1968، كانت الإصدارات القابلة للتحويل جيدة الأداء بصفة عامة لما يقرب من ثمانية عشر عامًا. ولكن ذلك كان يعني أمرًا واحدًا فقط، وهو أن السواد الأعظم من الأسهم العادية حقق ارتفاعًا هائلًا شاركته فيه الإصدارات القابلة للتحويل؛ لذلك فلا يمكن الحكم على مدى صحة الاستثمار في الإصدارات القابلة للتحويل إلا من خلال قياس مستوى أدائها في أثناء انهيار سوق الأسهم ولقد ثبت أن هذا أمر يصيب المرء بالإحباط بصفة عامة 312 .

312 لقد دأبت الإصدارات القابلة للتحويل في الآونة الأخيرة على التفوق على مؤشر ستاندرد آند بورز500 في أثناء هبوط أسواق الأسهم، ولكن كان مستوى أدائها أدنى من السندات الأخرى؛ مما أضعفها، ولكن هذا لا ينفي بشكل قاطع الانتقادات التي ساقها "جراهام" في هذا الصدد.

في طبعتنا الأولى (عام 1949) أوردنا مثالًا توضيحيًا لهذه المشكلة الخاصة المتعلقة بما "يتحتم على المرء فعله" حيال إصدار قابل للتحويل يتجه نحو الصعود؛ لذلك نحن نعتقد أن هذا المثال جدير بالإشارة إليه هنا. ومثل العديد من مراجعنا، هذا المثال قائم على

تعاملاتنا الاستثمارية الخاصة، فقد كنا أعضاء في "مجموعة اختيار"، تقوم باختيار صناديق الاستثمار بصفة أساسية، وشاركت في الطرح الخاص لسندات دين شركة إيفرشارب القابلة للتحويل عند قيمة اسمية تبلغ 4.5 ويمكن تحويلها إلى أسهم عادية عند 40 دولارًا للسهم الواحد. ولقد ارتفع السهم بسرعة إلى 6.5 ثم (بعد تقسيم بنسبة 3 إلى 2) ارتفع إلى ما يعادل 88 نقطة. ولقد جعل السعر الأخير سندات الدين القابلة للتحويل لا تقل قيمتها عن 220 نقطة. وخلال تلك الفترة، تم استدعاء الإصدارات بعلاوة ضئيلة لذلك تم تحويلها جميعًا إلى أسهم عادية يحتفظ بها عدد من المشترين الأصليين لسند الدين بصندوق الاستثمار. ولكن سرعان ما بدأ السعر في الهبوط هبوطًا حادًا، وفي مارس عام 1948 بيع السهم بأقل من 7.375 نقطة. ولقد كان ذلك يمثل قيمة مقدارها 27 نقطة لسندات الدين وخسارة تصل إلى 75% من السعر الأصلي بدلًا من الأرباح التي تزيد على 100%.

إن المغزى الحقيقي لهذه القصة هو أن بعضًا من المشترين الأصليين قاموا بتحويل سنداتهم إلى أسهم واحتفظوا بها طوال فترة الانخفاض، وهكذا وجدوا أنفسهم يطبقون مثلًا قديمًا خاصًا بـ وول ستريت يقول: "لا تقم أبدًا بتحويل سند قابل للتحويل" ولكن ما فائدة هذه النصيحة؟ فائدتها أنه بمجرد أن تقوم بالتحويل، فإنك تفقد ميزة المطالبة المسبقة بالفائدة، بالإضافة إلى إضاعة فرصة الحصول على ربح مغرٍ. وتكون بذلك قد تحولت تقريبًا من مستثمر إلى مضارب وغالبًا في

توقيت سيئ (لأن السهم يكون قد حقق ارتفاعًا بالفعل)، ولكن إذا كانت نصيحة: "لا تقم أبدًا بتحويل سند قابل للتحويل" نصيحة قيمة، فكيف إذن قام مديرو هذه الصناديق الذين يتمتعون بالخبرة باستبدال سندات إيفر شارب الخاصة، وبالتالي تكبدوا الخسارة المخجلة التي تعرضوا لها؟ إن الإجابة بلا شك هي أنهم سمحوا لأنفسهم بأن تأخذهم الحماسة إزاء مستقبل الشركة و "حركة السوق الإيجابية" بالنسبة للأسهم. إن وول ستريت زاخر بالمبادئ الحكيمة المتعقلة التي غالبًا ما يطويها النسيان في الوقت الذي تكون هناك حاجة ماسة لتذكرها 313 . مما يذكرنا بقول حكيم من أقوال القدماء "افعل كما أقول، ولا تفعل ما أفعل".

313 هذه الجملة تصلح كشعار لسوق المضاربة على الصعود الذي ساد خلال فترة التسعينيات. ومن بين "المبادئ الحكيمة القليلة" التي ينساها المستثمرون، هناك عبارات محفوظة مثل: "لن تبلغ الأشجار السماء طولًا، أسواق المضاربة على الصعود تحقق الثراء، وأسواق المضاربة على الهبوط أيضًا تحقق الثراء".

وهكذا سوف تجد أننا ننزع إلى الشك في الإصدارات الجديدة القابلة للتحويل. ونحن هنا، كما في ملاحظات أخرى مشابهة، نعني أن المستثمر يجب أن يفكر مليًا قبل أن يشتريها. وبعد هذا الفحص المتأني قد يجد بعض العروض الاستثنائية الجيدة التي لا يمكن رفضها. ويتمثل المزيج المثالي بالطبع في إصدار قوي قابل للتحويل ومضمون يمكن استبدال سهم عادي به يكون مغريًا في حد ذاته وبسعر يزيد على السعر الحالي في

السوق زيادة طفيفة. ومن آن لآخر يظهر عرض جديد يفي بتلك الشروط. ونظرًا لطبيعة أسواق الأوراق المالية، فمن المحتمل أن تعثر على مثل هذه الفرصة في إصدار قديم أصبح يحتل مركزًا إيجابيًا بدلًا من طرحه للاكتتاب العام. (إذا كان الإصدار الجديد قويًا بحق فلن يتمتع بميزة تحويل جيدة).

يتمثل التوازن الرفيع بين ما يتم منحه وما يتم منعه في إصدار قياسي قابل للتحويل في الاستخدام الموسع لهذا النوع من الأوراق المالية في تمويل شركة أمريكان تليفون آند تليجراف؛ ففي خلال الفترة ما بين عام 1913 وعام 1957 قامت الشركة ببيع تسعة إصدارات منفصلة من السندات القابلة للتحويل؛ وذلك من خلال منح حقوق اكتتاب لحملة الأسهم. لقد كانت السندات القابلة للتحويل، تتمتع بميزة مهمة بالنسبة للشركة تتمثل في اجتذاب فئة أكبر من المشترين عما يمكن أن يتاح بالنسبة لعرض الأسهم، ما دامت السندات تحظى بالقبول لدى العديد من المؤسسات المالية التي تمتلك موارد هائلة ولم يكن مسموحًا لبعض منها بشراء الأسهم. إن عائد الفائدة على السندات كان أقل من نصف ربع التوزيعات المماثلة على الأسهم، وهو عامل يعد بمثابة نوع من التعويض عن المطالبة المسبقة من جانب حملة السندات. ونتيجة لاحتفاظ الشركة بمعدل التوزيعات الذي يصل إلى 9 دولارات لمدة 40 عامًا (منذ عام 1919 وحتى تقسيم السهم عام 1959) كانت النتيجة هي التحويل النهائي لجميع الإصدارات القابلة للتحويل تقريبًا إلى أسهم عامة. وهكذا حقق مشترو

هذه الإصدارات القابلة للتحويل نتائج طيبة عبر السنين ولكن ليس بالدرجة التي تجعلهم يبدون كأنهم اشتروا أسهمًا رأسمالية في المقام الأول. إن هذا المثال يوضح مدى قوة شركة أمريكان تليفون آند تليجراف وليس الجاذبية الأساسية للسندات القابلة للتحويل. ولإثبات صحتها على أرض الواقع العملي نحتاج إلى عدد من الأمثلة التي أبلت فيها الإصدارات القابلة للتحويل بلاءً حسنًا، على الرغم من النتائج المخيبة للآمال التي حققها السهم العادي. ولكن من الصعوبة بمكان العثور على مثل هذه الأمثلة 314 .

314 لم تعد شركة إيه تي آند تي مصدرًا مهمًّا للسندات القابلة للتحويل، ومن بين أكبر مصدري، الأوراق المالية القابلة للتحويل نذكر جنرال موتورز، ميريل لينش و تيكو إنترناشيونال و روتش .

تأثير الإصدارات القابلة للتحويل في مركز السهم العادي

في العديد من الحالات تم إصدار الأوراق المالية القابلة للتحويل في إطار عمليات الدمج أو الاستحواذ الجديدة. وقد تكون أكثر الأمثلة وضوحًا على هذه العملية المالية هو قيام شركة إن في إف بإصدار 5% من السندات القابلة للتحويل والتي تبلغ قيمتها 100 مليون دولار (بالإضافة إلى صكوك الاكتتاب) مقابل غالبية الأسهم العادية لشركة تشارون ستيل. تمت مناقشة هذه الصفقة غير العادية فيما يلي. ولقد أدت الصفقة إلى

تسجيلها، وقد حققت الأسهم ارتفاعًا، ليس استجابة لأرباحها الضخمة، المزعومة، فحسب ولكن لوجود دليل على تمتع الإدارة بالحيوية وحب المغامرة على تحقيق مكاسب مادية لحملة الأسهم 315 ولكنّ هناك عاملين تعويضيين يتم تجاهل أحدهما نسبيًا، والآخر يتم تجاهله كليًا في الأسواق المتفائلة أدناه، ألا وهو التخفيف الفعلي للأرباح الحالية والمستقبلية للسهم العادي الذي يتدفق حسابيًا من حقوق التحويل الجديدة. ويمكن تحديد التخفيف من الناحية الكمية من خلال أخذ الأرباح الأخيرة، أو عن طريق افتراض بعض الأرقام الأخرى، وحساب ربحية السهم المعدلة إذا ما تم تحويل جميع الأسهم أو السندات القابلة للتحويل بالفعل. وبالنسبة لغالبية الشركات، فإن انخفاض ربحية السهم لا يمثل لها أية أهمية، ولكن لكل قاعدة شواذ؛ فهناك احتمال لأن يزيد هذا الانخفاض بمعدل لا يبعث على الراحة. "إن مجموعات الشركات ذات الأنشطة المختلفة" سريعة الانتشار هم الممارسون الرئيسيون لحيل الإصدار القابلة للتحويل. وفي الجدول (16-3) أدرجنا أسماء سبع شركات لديها كم هائل من الأسهم التي يتم إصدارها بغرض التحويل أو مقابل صكوك الاكتتاب 316 .

315 لمزيد من المناقشات للنتائج المالية "الصورية" انظر التعليق على الفصل الثاني عشر.

316 خلال السنوات الأخيرة قامت الشركات بإصدار السندات القابلة للتحويل بكميات كبيرة في المجال المالي والرعاية الصحية والتكنولوجيا.

عمليات التحول من الأسهم العادية إلى الممتازة

قبل عقود مضت، فلنقل منذ عام 1956، كانت الأسهم العادية تدر عائدًا يفوق الأسهم الممتازة، وهذا لم يكن يصح إلا إذا كان السهم الممتاز يتمتع بميزة تحويل قريبة من السوق. ولكن العكس صحيح بصفة عامة في الوقت الحاضر، ونتيجة لذلك هناك عدد هائل من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل التي تتمتع بقدر أكبر من الجاذبية عن الأسهم العادية المرتبطة بها. إن مالكي السهم العادي ليس لديهم ما يخسرونه، بالإضافة إلى تمتعه بمزايا مهمة من خلال التحول من الأسهم الثانوية إلى الممتازة.

مثال: من الأمثلة التقليدية على ما سبق شركة ستودبيكر ورثنجتون في نهاية عام 1970؛ فقد كان السهم العادي يباع عند 57 نقطة في حين أنهت الأسهم الممتازة القابلة للتحويل والتي بلغ سعرها 5 دولارات العام عند 87.5 نقطة. ويمكن تحويل كل سهم ممتاز بما يعادل 1.5 من قيمة الأسهم العادية والتي بلغت قيمتها 85.5 نقطة. إن هذا يشير إلى وجود اختلاف طفيف في الأموال بالمقارنة بمشتري الأسهم الممتازة. ولكن يتم دفع التوزيعات على السهم العادي بمعدل سنوي يصل إلى 1.20 دولار. (أو 1.80 دولار مقابل 1.5 للأسهم) في مقابل 5 دولارات يمكن الحصول عليها عن سهم واحد ممتاز. وهكذا يحدث الاختلاف العكسي الأصلي في السعر في غضون ما يقل عن عام وبعدها يدر السهم

الممتاز عائد توزيعات أعلى من السهم العادي لبعض الوقت في المستقبل. ولكن الأهم من ذلك بالطبع هو المركز الممتاز الذي سوف يحصل عليه حامل السهم العادي نتيجة للتحول. وبالأسعار المنخفضة لعام 1968 ومرة أخرى في عام 1970 تم بيع السهم الممتاز بما يفوق 1.5 من الأسهم العادية بخمس عشرة نقطة. إن ميزة التحويل تضمن ألا يتم بيعه بسعر أقل من مجموعة الأسهم العادية.

الجدول (16- 3) شركات لديها مقادير هائلة من الإصدارات القابلة للتحويل وصكوك الاكتتاب في نهاية عام 1969 (الأسهم بالآلاف)

		أسهم عادية إضافية يتم إصدارها عند التحول إلى			
	أسهم عاديه قائمة	سندات	أسهم ممتازه	مقابل صكوك اكتتاب	إجمالي الأسهم العاديه الإضافيه
أفكو	11.470	1.750	10.436	3.085	15.271
جالف آند وسترن المحدوده	14.964	9.671	5.632	6.951	22.260
إنترناشيونال تل آند تل	67.393	190	48.110		48.305
لينج تيمكو فوت	أ4.410	1.180	685	7.564	9.429
ناشيونال جنرال	4.910	4.530		12.170	16.700
نورث ويست إند ستريز (ب)	7.433			1.513	12.980
رابيد أمريكان	3.591	426	1.503	8.00	9.929

أ تتضمن "أسهمًا خاصة "

ب في نهاية عام 1970

صكوك اكتتاب خيار السهم

دعونا نوضح الأمور منذ البداية؛ فنحن نعتبر التطور الأخير في صكوك خيار الأسهم نوعًا من الاحتيال تقريبًا، ومصدرًا لخطر وشيك وكارثة محققة؛ فقد أدت إلى خلق تكدس هائل لـ "قيم" دولارية من الهواء، فلا يوجد أي مبرر لظهورها سوى تضليل المضاربين والمستثمرين على حد سواء. ولابد من أن تُمنع بقوة القانون أو يتم قصرها على قدر محدود للغاية من

إجمالي رأس مال الشركة 317 .

317 لقد كانت صكوك الاكتتاب أحد الأساليب واسعة الانتشار لتمويل الشركات في القرن التاسع عشر وكانت أمرًا شائعًا أيام "جراهام". ولكن منذ ذلك الحين تقلصت في الحجم وفي الأهمية وهي أحد التطورات الأخيرة التي كانت تبهج قلب "جراهام" بهجة ما بعدها بهجة. واعتبارًا من نهاية عام 2002، بقيت سبعة إصدارات من الصكوك ببورصة أسهم نيويورك. ونظرًا لعدم لجوء الشركات الكبرى لاستخدام الصكوك، فيجب على المستثمرين في الوقت الراهن استكمال قراءة فصل "جراهام" عنها لفهم المنطق الذي يفكر به ليس غير.

وكتشبيه في التاريخ العام وفي تاريخ الأدب على حد سواء فنحن نحيل القارئ لذلك الجزء من مسرحية "فاوست" Faust (الجزء الثاني) الذي يصف فيه "جوته" اختراع الأموال الورقية. وكسابقة منذرة بالسوء في تاريخ وول ستريت، يمكننا الإشارة إلى صكوك اكتتاب شركة أمريكان آند فورين باور التي بلغت قيمتها السوقية المسجلة في عام 1929 ما يزيد على مليار دولار على الرغم من أنه قد تمت الإشارة إليها فقط في حاشية الميزانية العمومية للشركة. وبحلول عام 1932 تقلص المليار إلى 8 ملايين دولار فقط، وفي عام 1952 تم التخلص من صكوك الاكتتاب عندما تمت إعادة رسملة الشركة على الرغم من أنها ظلت قادرة على سداد ديونها.

لقد كان يتم ربط صكوك خيار الأسهم من آن لآخر

بإصدارات السندات وغالبًا ما تكون معادلة لميزة تحويل جزئية. ولكنها لم تكن مهمة من حيث الكم، وبالتالي لم تتسبب في أي ضرر. ولقد اتسع نطاق استخدامها في أواخــر فتــرة العشــرينيات إلــى جــانب العــديد مــن الانتــهاكات الماليــة الأخــرى ولكنــها اختفـت بعـد ذلـك لسنوات طوال. ولكنها عاودت الظهور مجددًا، ومنذ عام 1967 أصـبحت "أدوات تمويـل" مألوفـة. وفـي حقيقة الأمر تم تطوير إجراء قياس لزيادة رأس المال من أجل مشاريع عقارية جديدة، وفروع لبنوك ضخمة؛ وذلك من خلال بيع وحدات صكوك اكتتاب وأسهم عادية بعدد متساوٍ لشراء أسهم عادية إضافية بالسعر نفسه. على سبيل المثال : في عام 1971 قام صندوق كليف تراست ريالتي إنفستورز ببيع 2500000 من ذلك المزيج الذي يجمع ما بين السهم العادي (أو "الأسهم ذات الفوائد الحقيقية") والصكوك مقابل 20 دولارًا للوحدة.

ولكن دعونا نفكر ولو للحظة في هذا الفخ المالي؛ فمن الطبيعي أن السهم العادي يتمتع بالحق في شراء أسهم عاديــة إضـافية عنـدما يجـد مـديرو الشـركة أنـه مـن المناسـب زيادة رأس المال بهذا الأسلوب. ويعد "هذا الحق الوقائي" المزعوم أحد عناصر القيمة التي تدخل ضـمن ملكيـة السـهم العـادي بالإضـافة إلـى الحق في الحصول على التوزيعات، والمشاركة في نمو الشركة والتصويت على اختيار المديرين. وعندما يتم إصدار صكوك منفصلة من أجل حق الاكتتاب في رأس مال إضـافي فـإن هـذا الإجـراء يسـتقطع جزءًا من القيمة الأصلية من السهم العادي ويحولها إلى شهادة منفصلة.

ويمكن القيـام بـأمر مماثل من خلال إصدار شهادات منفصلة لحق الحصول على توزيعات (لفترة محدودة أو غير محدودة) أو الحق في الحصول على نصيب من المتحصلات الناتجة من البيع أو تصفية المشروع أو الحـق فـي التصويت على الأسهم. لماذا إذن تم خلق صكوك الاكتتاب كجزء من هيكل رأس المال الأصلي؟ يرجع السبب في ذلك ببساطة إلى افتقار الناس للخبرة في الشئون المالية؛ فهم لا يعرفون أن السهم العادي قيمته تكون أقل من الصكوك القائمة عنه بدونها؛ لذلك فـإن المجموعـة التـي تضـم الأسـهم والصكوك عـادة ما يكـون سـعرها أفضـل فـي السـوق عـن السـهم وحـده. ولاحـظ أنـه فـي التقـارير العاديـة للشركة فإن ربحيـة السهم عادة ما يتم احتسابها (أو كان) يتم احتسابها بـدون مراعـاة تـأثير الصكوك القائمة، وتكون النتيجـة بـالطبع هـي المبالغـة فـي تقـدير العلاقـة بـين الأربـاح والقيمة السوقية لرسملة السوق 318 .

318 في الوقت الحالي لا تزال البقية الباقية من نشاط إصدار الصكوك قائمة في النشرة اليومية لمؤشر ناسداك أو في سوق الشركات الصغيرة؛ حيث يتم خلط الأسهم العادية بالصكوك لتكوين "وحدة" (المعادل المؤقت لما يطلق عليه "جراهام" "المجموعة") فإذا ما عرض عليك سمسار الأسهم أن يبيعك وحدات في أية شركة فلابد أن تتيقن بنسبة 95% أن الصكوك تشكل جزءًا من هذه الوحـدة، وأن السـمسار إمـا لـص أو غبـي؛ فالسـماسرة والشركات المشروعة ليس لها أي شأن بهذا النشاط.

إن أبسط وربما أفضل وسيلة للسماح بوجود صكوك

الاكتتاب هي إضافة ما يعادل قيمتها السوقية إلى رسملة السهم العادي؛ مما يزيد من السعر السوقي "الحقيقي" للسهم. عندما يتم إصدار عدد هائل من الصكوك فيما يتعلق ببيع الأسهم الممتازة، فمن المعتاد إجراء التعديل من خلال افتراض أن المتحصلات من مبلغ السهم تستخدم في سحب السندات أو الأسهم الممتازة. ولكن هذه الطريقة لا تسمح بارتفاع "القيمة الإضافية" للصك عن القيمة الفعلية التي تتم ممارسته بها. في الجدول (16- 4) نعقد مقارنة بين تأثير الأسلوبين المستخدمين في الحساب في حالة شركة ناشيونال جنرال لعام 1970.

هل تستفيد الشركة نفسها من إصدار تلك الصكوك، بمعنى أنها تحقق لها الأمان والطمأنينة إلى حد ما من خلال حصولها على رأس مال إضافي عندما تكون في حاجة إلى بعض منه؟ كلا البتة؛ فلا يوجد سبيل لأن تطلب الشركة من حملة الصك ممارسة حقوقهم، وبالتالي جلب رأس مال جديد إلى الشركة قبل انتهاء أجل الصك. وفي الوقت نفسه إذا أرادت الشركة جمع أموال إضافية من الأسهم العادية فينبغي عليها عرض الأسهم على حملة الأسهم بالأسلوب المعتاد أي بالسعر السوقي السائد. إن الصكوك لن تفيد الشركة في هذا الشأن، بل على العكس، سوف تؤدي إلى تعقيد الموقف لما تطلبه من مراجعة تنازلية لسعر اكتتابها باستمرار. ومرة أخرى نؤكد أن الإصدارات الهائلة من صكوك خيار الأسهم لا تخدم أي غرض سوى تلفيق قيم سوقية خيالية.

إن الأموال الورقية التي كان يعرفها "جوته" عندما قام بتأليف فاوست هي الحوالات الفرنسية سيئة السمعة التي لاقت قبولًا عريضًا باعتبارها اختراعًا رائعًا، ولكن كان مصيرها هو الخسران المبين؛ حيث فقدت كل قيمتها مثلها في ذلك مثل صكوك أمريكان آند فورين باور 319 . وينطبق بعض من تعليقات الشاعر على ابتكار واحد أو آخر (كما يلي طبقًا لما جاء في ترجمة "بيارد تيلور" للنص).

319 إن " الحوالات الفرنسية سيئة السمعة " تم إصدارها في أثناء ثورة عام 1789. وكانت في الأساس عبارة عن ديون على حكومة الثورة يقال إنها كانت مضمونة بواسطة العقارات التي استولى عليها الراديكاليون والنبلاء، ولكن كان الثوار مديرين ماليين سيئين. وفي عام 1790 تم خفض أسعار الفائدة على الحوالات. وسرعان ما توقف سداد الفوائد كلية وأعيد تصنيف الحوالات على أنها أوراق مالية. ولكن رفضت الحكومة رد قيمتها ذهبًا أو فضة وقامت بإصدار كميات من الحوالات الجديدة وقد تم الإعلان رسميًا عن خلوها من أية قيمة في عام 1797.

الجدول (16- 4) حساب "السعر السوقي الحقيقي" ونسبة السعر إلى الأرباح المعدلة الخاصة بالسهم العادي ذي الكميات الهائلة من الصكوك القائمة.

(مثال: ناشيونال جنرال، يونيو 1971)

1. 1. حساب "السعر السوقي الحقيقي"

قيمة سوقية لثلاثة إصدارات من الصكوك 30 يونيو عام 1971	$ 94000000
قيمة الصكوك لكل سهم من الأسهم العادية	$ 18.80
سعر السهم العادي وحده	24.50
السعر الذي تم تصحيحه وتعديله من أجل الصكوك	43.30

1. 2. حساب نسبة السعر إلى الأرباح للسماح بتخفيف الصك

(أرباح عام 1970)	قبل تخفيف الصك	بعد تخفيف الصك	
أ. قبل البنود الخاصة		حساب الشركة	حسابنا
ربحية السهم	$ 2.33	$ 1.60	2.33
سعر السهم العادي	24.50	24.50	43.30
نسبة السعر إلى الأرباح	10.5 ×	15.3 ×	18.5 ×
ب. بعد بنود خاصة			
ربحية السهم	0.90	$ 1.33	$ 0.90
سعر السهم العادي	24.50	24.50	43.30
نسبة السعر إلى الأرباح	27.2 ×	18.4 ×	48.1 ×

عليـك ملاحظـة أنه بعد حساب الرسوم الخاصة فإن تأثير حساب الشركة هو زيادة ربحية السهم وخفض نسبة السعر إلى الأرباح. وهو أمر سخيف بلا شك. ومن خلال الأسلوب الذي نتبعه، فإن تأثير التخفيف سوف يكون زيادة نسبة السعر إلى الأرباح بصورة ملموسة كما ينبغي.

فاوست: إن الخيال الذي يحلق في الأفق يبذل قصارى جهده ولكنه يعجز عن الفهم.

الشـــيطان (المختــرع): إذا احتــاج المــرء إلــى المــال فالسماسرة جاهزون لتوفيره.

المغفل (في النهاية): الورقة السحرية...!

ملحق عملي

تتمثل جريمة الصكوك في "وجودها في حد ذاته" 320 . فما إن تظهر إلى حيز الوجود حتى تقوم بوظيفة أشكال الأوراق الماليـة الأخـرى وتوفـر فـرصًا لتحقيق الربح

والتعرض للخسارة على حد سواء. وتستمر الصكوك الأحدث لفترة محدودة بين خمس وعشر سنوات بصفة عامة. أما الصكوك القديمة فكانت تستمر لأجل غير مسمى وكان لها تاريخ رائع فيما يتعلق بالسعر على مر السنين.

320 باعتباره قارئًا متحمسًا للأدب الإسباني، يقوم "جراهام" هنا بتفسير سطر من مسرحية *Life Is a Dream* للمؤلف "بيدرو كالديرون دي لا باركا" (1600-1681): "أعظم جرائم الإنسان هي وجوده فيحد ذاته".

مثال: سوف تظهر السجلات أن صكوك شركة تراي كونتينينتال التي يعود تاريخها إلى عام 1929، كانت تباع بقيمة تافهة تعادل 1/32 دولار في ذروة فترة الكساد. ومن هذا المستوى المتدني ارتفع سعرها إلى 75.75 في عام 1969، وهو ارتفاع هائل يصل إلى 242000% (ومن ثم تم بيع الصكوك بقيمة تربو على الأسهم ذاتها؛ وهو بالضبط إحدى الممارسات التي تتم في وول ستريت من خلال التطورات الفنية مثل تقسيم الأسهم). ومثال حديث على ذلك صكوك شركة لينج تيمكو فوت التي ارتفعت في النصف الأول من عام 1971 من 2.5 إلى 12.5 ثم هبطت إلى 4.

مما لا شك فيه أنه من آن لآخر يتم تنفيذ عمليات في الصكوك تنم عن الخبث والدهاء، ولكنه أمر فني للغاية لا مجال للحديث عنه. ولكن يمكننا القول بأن الصكوك تميل لأن تباع بأسعار مرتفعة نسبيًّا عن مكونات السوق

المماثلة المتعلقة بميزة تحويل السندات أو الأسهم الممتازة؛ لذلك هناك رأي يؤيد بيع السندات مرفقًا بها الصكوك بدلًا من إيجاد عنصر تخفيف معادل عن طريق الإصدارات القابلة للتحويل. وإذا كان إجمالي صك الاكتتاب ضئيلًا نسبيًا فلا داعي لأخذ جانبه النظري على محمل الجد؛ أما إذا كانت قيمة إصدار الصك أكبر نسبيًّا عن السهم القائم فقد يشير ذلك إلى أن للشركة رأسَ مال ممتازًا وضخمًا. ولكن ينبغي عليها بيع أسهم عادية إضافية بدلًا من ذلك؛ لذلك فإن هدفنا الرئيسي من محاربة الصكوك كآلية مالية ليس إدانة استخدامها فيما يتعلق بإصدارات السندات متوسطة الحجم، ولكن محاولة وقف الإصدار العشوائي الهائل "للأموال الورقية" البشعة على هذا النحو.

تعليقات على الفصل السادس عشر

إن ما تزرعه يداك لا ينمو سريعًا، لكنه لا يموت.

-مؤلف مجهول

حماسة التحويل

على الرغم من أن السندات القابلة للتحويل يطلق عليها لفظ "سندات"، فإنها تتصرف كأنها أسهم تعمل مثل الخيارات ويكتنفها الغموض.

فإذا كنت تمتلك إصدارًا قابلًا للتحويل فأنت تمتلك خيارًا كذلك: حيث يمكنك إما الاحتفاظ بالسند ومواصلة الحصول على فائدته، أو يمكنك أن تستبدل به سهمًا عاديًا من أسهم الشركة المصدرة له بنسبة محددة سلفًا. (إن الخيار يمنح صاحبه حق شراء ورقة مالية بسعر معين في غضون فترة زمنية محددة أو بيعها)، ولأنه يمكن استبدال الأسهم بها، فإن الإصدارات القابلة للتحويل تدفع بسعر فائدة منخفض عن غالبية السندات المماثلة. ومن ناحية أخرى إذا ما ارتفع سعر سهم شركة ارتفاعًا حادًا فإن السند القابل للتحويل إلى ذلك السهم سوف يكون أفضل أداء من السند التقليدي. (وعلى النقيض من ذلك، فإن الإصدار التقليدي القابل للتحويل بسعر فائدته المنخفض يكون أسوأ حالًا في أثناء انخفاض سوق السندات) 321 .

321 كمثال موجز على كيفية عمل السندات القابلة للتحويل على أرض الواقع، عندك الأذون التابعة التي

تبلغ نسبتها 4.75% التي أصدرتها شركة دابل كليك عام 1999. وتبلغ قيمة فوائدها 47.50 دولار سنويًا ويمكن تحويل كل إذن منها لما يعادل 24.24 نقطة عن قيمة السهم العادي "بنسبة تحويل" تصل إلى 24.24. واعتبارًا من نهاية عام 2002 بلغ سعر سهم دابل كليك 5.66 دولار للسهم مما منح كل سند "قيمة تحويلية" تصل إلى 137.20 دولار (5.66 دولار × 24.24) ومع ذلك كان يتم تداول السندات بما يعادل ست مرات أعلى بقيمة تصل إلى 881.30 دولار مما خلق "علاوة تحويل"، أو قيمة إضافية على قيمتها التحويلية تصل إلى 542%. فإذا قمت بالشراء بهذا السعر فإن "فترة التعادل" أو "فترة إعادة السداد" فسوف تكون طويلة للغاية؛ (فقد دفعت ما يزيد على القيمة التحويلية للسند بـ 750 دولارًا؛ لذلك فسوف تستغرق ما يقرب من ستة عشر عامًا من الحصول على مبالغ الفائدة التي تصل إلى 47.50 دولار"لاسترداد" ما دفعته في علاوة التحويل هذه). وما دام أن كل سند من سندات دابل كليك يتم تحويله إلى ما يزيد على 24 سهمًا عاديًا، فإنه يتحتم على السهم أن يرتفع من 5.66 دولار إلى 36 دولارًا إذا ما أصبح التحويل خيارًا عمليًا قبل أن يستحق أجل السند في عام 2006. ولا يعد مثل هذا العائد ضربًا من المستحيل، ولكنه يكاد يتطلب معجزة من السماء. إن العائد النقدي لهذا السند بالتحديد نادرًا ما يبدو كافيًا على ضوء احتمال التحويل الضعيف.

منذ عام 1957 وحتى عام 2002، طبقًا لمؤسسة إيبوستون أسوشياتس، حققت السندات القابلة للتحويل

متوسط عائد سنوي يبلغ 8.3% أي ما يقل عن إجمالي عائد الأسهم بـ 2%، ولكن بأسعار أكثر استقرارًا وبخسائر أقل 322 . الإصدارات القابلة للتحويل : دخل أكبر مخاطرة أقل من الأسهم؛ لا غرو في أن مندوبي البيع بـ وول ستريت يصفونها بأنها "تجمع ما بين الحسنيين" في عالم الاستثمار، ولكن المستثمر الذكي سوف يدرك أن الإصدارات القابلة للتحويل توفر دخلًا أقل ومخاطرة أكبر من معظم السندات الأخرى. لذلك، ومن المنطق نفسه، يمكن أن نقول إنها "أسوأ" ما في عالم الاستثمار ويعتمد أي جانب سوف ترسو عليه على طريقة استخدامك لها.

322 مثل العديد من سجلات التتبع التي عادة ما يستشهد بها في وول ستريت يعد هذا السجل افتراضيًّا؛ فهو يشير إلى العائد الذي كان من الممكن أن تحققه بأحد الصناديق الخيالية المرتبطة بمؤشر وتمتلك جميع الإصدارات القابلة للتحويل. ولا تتضمن أية رسوم إدارية أو تكاليف تداول (والتي تعد رسومًا جوهرية للأوراق المالية القابلة للتحويل)، أما على أرض الواقع فإن عوائدك كانت ستنخفض بنسبة 2%.

وفي حقيقة الأمر تتصرف الإصدارات القابلة للتحويل بصورة أقرب للأسهم عنها للسندات. وتبلغ قيمة عائد الإصدارات القابلة للتحويل 83% ترتبط بمؤشر أسهم ستاندرد آند بورز 500 ولكن ترتبط 30% فقط بأداء سندات الخزانة. وهكذا تهبط غالبية الإصدارات القابلة للتحويل في حين ترتفع غالبية السندات. وبالنسبة للمستثمرين المحافظين الذين وضعوا جميع أصولهم أو

أغلبها في صورة سندات، فإن إضافة مجموعة من الإصدارات القابلة للتحويل تعد من الأساليب الحكيمة للحصول على عوائد أشبه ما تكون بعوائد الأسهم بدون أي إلزام للإقدام على الخطوة المخيفة للاستثمار في الأسهم مباشرة، ويمكنك تسمية السندات القابلة للتحويل بـ "الأسهم المناسبة للخائفين".

وكما يشير خبير الإصدارات القابلة للتحويل "باري نيلسون" بشركة أدفنت كابيتال مانجمنت، فلقد ازدهرت هذه السوق التي تصل قيمتها إلى 200 مليار دولار منذ أيام "جراهام". ولقد أصبحت غالبية الإصدارات القابلة للتحويل متوسطة الأجل، خلال مدة تتراوح ما بين سبع وعشر سنوات، وتنتمي نصف هذه الإصدارات إلى فئة الاستثمار ويتمتع العديد منها بميزة حماية الاستدعاء. (ضمان ضد الاستدعاء المبكر). وهكذا تجعلها جميع هذه العوامل أقل خطورة عما كانت عليه في الماضي 323 .

323 إن غالبية السندات القابلة للتحويل تظل ثانوية بالنسبة إلى الديون طويلة الأجل والقروض المصرفية، وهكذا في حالة إشهار الإفلاس؛ فإن حملة الإصدارات القابلة للتحويل ليس لهم حق المطالبة المسبقة بأصول الشركة. وفي الوقت الذي لا تعد فيه الإصدارات القابلة للتحويل بالقدر نفسه من خطورة السندات "الرديئة" مرتفعة العائد، لا تزال الشركات تصدر الإصدارات القابلة للتحويل بأدنى مستويات الائتمان. في النهاية، تملك صناديق الحماية زمامًا كبيرًا من سوق الإصدارات القابلة للتحويل، والتي قد [illegible]

التي تقوم بها إلى زيادة تذبذب الأسعار.

ومما لا شك فيه أنه أمر مكلف أن تقوم بتداول كميات ضئيلة من السندات القابلة للتحويل، وفي الوقت نفسه يعد التنويع أمرًا غير عملي ما لم يكن لديك ما يزيد على 100 ألف دولار لاستثمارها في هذا القطاع وحده. ولحسن الحظ لدى المستثمر الذكي خيار شراء صندوق سندات منخفضة التكلفة وقابلة للتحويل. إن مؤسستي فيدليتي وفانجارد توفران صناديق استثمار مشتركة بتكلفة سنوية أقل من 1%، في الوقت الذي توفر فيه العديد من الصناديق ذات رأس المال المغلق تكلفة معقولة أيضًا (وبخصم بالنسبة لقيمة صافي الأصول) 324 .

324 لمزيد من التفاصيل انظر موقع www.Fidelity.com و www.vanguard.com و www.morningstar.com .

إن المستثمر الذكي لا يقوم أبدًا بشراء صندوق سندات قابل للتحويل بتكاليف تشغيل سنوية تزيد على 1%.

إن الجاذبية والتعقيد في وول ستريت يسيران جنبًا إلى جنب والإصدارات القابلة للتحويل ليست استثناء من ذلك. ومن بين المجموعات المنوعة الجديدة توجد أوراق مالية ذات ألقاب مختصرة مثل: "ليونز LYONS ، وإلكس ELKS ، وأيز EYES ، وبركس PERCS ، وميبس MIPS ، وتشيبس CHIPS ، وييلدز YEELDS . إن هذه الأوراق المالية الخداعة تنصب لك فخ الخسارة المحتملة أسفل قدميك، ولكن قد تحمل أيضًا أرباحك المتوقعة وغالبًا ما تجبرك على التحول إلى السهم

العادي في تاريخ محدد. شأنها شأن غالبية الاستثمارات التي من المفترض أن تحميك من التعرض للخسارة (انظر المربع التالي)، فإن تلك الأشياء تثير من المشكلات أكثر مما تستحق. وبوسعك حماية نفسك من الخسارة ليس عن طريق شراء أحد هذه الخيارات المخادعة، ولكن من خلال التنويع الذكي لحافظتك المالية من خلال النقد والسندات والأسهم الأمريكية والأجنبية.

كشف النقاب عن خيارات الشراء المغطاة

بينما كانت سوق المضاربة على الهبوط تتخذ سبيلها نحو عام 2003 فإنها أرست قواعد بدعة قديمة تتمثل في: بيع خيارات شراء مغطاة. (في بحث قمنا به مؤخرًا على محرك جوجل تحت عنوان "خيارات الشراء المضمونة" جاءت إلينا أكثر من 2600 نتيجة بهذا الاسم). ولكن ما خيارات البيع أو الشراء المضمونة؟ وما طريقة عملها؟ تخيل أنك قمت بشراء 100 سهم من شركة إيزباي المحدودة بسعر 95 دولارًا للسهم عندئذٍ تقوم ببيع عقد خيار شراء على أسهمك وفي المقابل تحصل على مبلغ نقدي يعرف بـ "علاوة استدعاء" (فلنقل مثلًا إنها 10 دولارات للسهم). إن مشتري الخيار يتمتع بالحق التعاقدي في شراء أسهمك بشركة إيزباي بسعر يتم الاتفاق عليه من قبل الجانبين فلنفرض أنه 100 دولار. ويتحتم عليك الاحتفاظ بالسهم طالما ظل أقل من 100 دولار، وتحصل حينئذٍ على 1000 دولار في صورة دخل إضافي وهو ما يخفف من حدة الهبوط إذا ما انهار سهم إيزباي.

إنها مخاطرة أقل ومكسب أكبر فما الذي لا يمكن أن تحبه في ذلك؟

والآن تخيل أن سعر سهم إيزباي قفز بين عشية وضحاها إلى 110 دولارات. عندئذٍ سوف يمارس مشتري خيارك حقوقه ويأخذ أسهمك مقابل 100 دولار للسهم. وعلى الرغم من احتفاظك بالدخل الذي يصل إلى 1000 دولار فإنه حصل على أسهم إيزباي وكلما ارتفعت قيمة السهم، أصبح من الصعب عليك أن تسترد أسهمك 1.

وما دام الربح المحتمل للسهم غير محدود، في حين أن أية خسارة لن تتعدى 100%، فإن الشخص الوحيد الذي سوف تحقق له الثراء هو سمسارك؛ فقد أرسيت قواعد خسارتك، ولكنك أسقطت سقفًا فوق أرباحك. نصيحة للمستثمرين الأفراد، إن حماية نفسك من الخسارة لا تستحق مطلقًا أن تجعلك تضحي بأرباحك.

1 إن بديل ذلك أن تعيد شراء خيار الاستدعاء، ولكن سوف تتحمل الخسارة التي تصاحبه. وقد تكون تكاليف تداول الخيارات أعلى من الأسهم.

الفصل 17

أربعة أحداث تاريخية غاية في الأهمية

إن كلمة "غاية في الأهمية" في العنوان هي عبارة ذات دلالة؛ حيث إن التاريخ قد قدم لنا حالات متطرفة ذات أشكال متعددة شهدها وول ستريت خلال السنوات الأخيرة. وعلى الرغم من أنها حالات تعميمية، فإنها تطلق إنذارًا شديدًا لكل من له صلة بعالم السندات والأسهم ليس فقط للمستثمرين والمضاربين العاديين ولكن بالنسبة للمحترفين ومحللي الأوراق المالية والمديرين الماليين ومديري حسابات أمناء الاستثمار، بل حتى رجال البنوك الذين يقرضون المال للشركات. وفيما يلي عرض لهذه الشركات الأربع وما تتسم به حالاتها من تطرف:

بن سنترال للسكك الحديدية: تعد مثالًا صارخًا لتجاهل أكثر علامات الإنذار وضوحًا والتي تنبئ بوجود ضعف مالي؛ وذلك من جانب جميع من يشرفون على الأسهم والسندات في إطار نظام هذه الشركة وهذا الإنذار كان السعر السوقي المرتفع بإفراط لسهم هذه الشركة العملاقة التي تتعثر خطواتها.

لينج تيمكوفوت المحدودة: مثال صارخ على القرار المتسرع غير الصائب في "إقامة الإمبراطورية" في الوقت الذي تشير فيه كل الدلائل إلى الانهيار الأكيد؛ ولكن تم إنقاذ هذه المؤسسة من هذا المصير بواسطة الإقراض المصرفي.

شـركة إن فـي إف: مثـال صـارخ علـى قيـام شـركة بالاستحواذ على أخرى، وفي هذا المثال ابتلعت شركة صـغيرة مؤسـسة أخـرى تفوقـها حجـمًا بسـبع مـرات متحملة في سبيل ذلك دينًا هائلًا ومستخدمة بعضًا من الأساليب المحاسبية التي تبعث على الدهشة.

شركة *AAA* ، إنتربرايزس : مثال صارخ على التمويل العـام لسـهم شـركة صغيرة تعتمد قيمتها علـى الكلمة السحرية "حق امتياز"، وشيء آخر صغير، وهو تمتعها برعايـة كبـرى شركات البورصة المهمة. جاء إشهارها للإفـلاس بعد عـامين من بيع السهم ومضاعفة السعر التضخمي المبدئي داخل سوق البورصة التي لم ينتبه فيها أحد لذلك.

حالة بن سنترال

تعد من أضخم شركات السكك الحديدية في البلاد من حـيث الأصـول والعوائـد الضـخمة. لـذلك أدى إشهارها للإفلاس عام 1970 إلى إصابة عالم المال بالصدمة؛ فقد تعسـرت الشـركة فـي سداد غالبيـة إصدارات سنداتها وكادت تتوقف عن مزاولة نشاطها نهائيًا. فقد انهارت أسعار أوراقها المالية انهيارًا حادًا، وهبطت قيمة سهمها العادي من ارتفاع بلغ 86.5 في عام 1968 إلى 5.5 في عام 1970. (ولم يكن هناك أدنى شك في أن تلك الأسهم سوف تختفي من الوجود في أثناء إعادة الهيكلة) 325 .

325 إلى أي مدى بلغت "صدمة" العالم المالي بسبب إشهار شركة بن سنترال إفلاسها خلال نهاية أسبوع 20-21 يونيو عام 1970؟ فقد بلغ سعر الإغلاق لسهم

الشركة في 19 يونيو 11.25 دولار للسهم وهو سعر يكاد يجعلها تكف عن مزاولة نشاطها. وفي الآونة الأخيرة كانت أسهم شركات مثل إنرون وورلد كوم تباع بأسعار مرتفعة نسبيًّا قبل إشهار إفلاسها بفترة وجيزة.

إن النقطة الجوهرية التي نطرحها هنا أنه إذا تم تطبيق أبسط قواعد تحليل الأوراق المالية وأبسط معايير الاستثمار السليم لكان هذا كفيلًا بكشف النقاب عن أوجه الضعف الأساسية التي تعانيها شركة بن سنترال قبل إشهارها إفلاسها بفترة طويلة خاصة عام 1968، عندما كان يتم بيع الأسهم بسعر ما بعد عام 1929، وعندما كان من الجائز استقبال غالبية إصداراتها السندية بأسعار عادلة مقابل التزامات مرافق عامة مضمونة بمعدلات الكوبونات نفسها. وفيما يلي بعض التعليقات بالترتيب:

1. في دليل سندات إس آند بي *S&P Bond Guide* تم وضع رسوم فوائد نظام على أنها حققت أرباحًا مضاعفة بما يعادل 1.91 مرة في عام 1967 وما يعادل 1.98 مرة في عام 1968. إن الحد الأدنى من التغطية التي تم تحديدها لسندات السكك الحديدية في كتابنا *Security Analysis* هو ما يعادل خمس مرات قبل فرض ضرائب الدخل وما يعادل 2.9 مرة بعد فرض ضرائب الدخل بمعدلات منتظمة. وعلى حد علمنا لم تقم أية جهة استثمارية قط باختبار مدى صلاحية تلك المعايير. وبناءً على شروطنا الخاصة بالأرباح بعد فرض الضريبة فإن شركة بن سنترال لم تستوفِ شروط الأمان. ولكن شرطنا الخاص بالأرباح بعد فرض الضريبة قائم على

معدل ما قبل فرض الضريبة الذي يصل إلى خمس مرات مع خصم ضرائب الدخل المنتظمة بعد حساب فوائد السند. وفي حالة شركة بن سنترال، فإنها لم تكن تدفع أية ضرائب دخل طوال أحد عشر عامًا! لذلك فإن تغطية رسوم فوائدها قبل فرض الضرائب كانت أقل من مرتين وهو رقم غير كافٍ طبقًا لشرطنا الخاص بمعدل المرات الخمس.

2. إن حقيقة أن الشركة لم تدفع ضرائب على الدخل لفترة طويلة من الزمن كان ينبغي أن تثير التساؤلات حول صحة الأرباح التي تم تسجيلها.

3. من الممكن استبدال سندات شركة بن سنترال خلال عامي 1968 و 1969 بدون أية تضحية بالسعر أو الدخل بإصدارات أوراق مالية أكثر أمانًا. على سبيل المثال، في عام 1969 تراوحت سندات بنسلفانيا آر آر فئة 4.5 التي يستحق دفعها عام 1994 (جزء من شركة بن سنترال) ما بين 61 إلى 74.5 في الوقت الذي تراوحت فيه سندات بنسلفانيا إليكتريك فئة 4.375 ، التي تستحق عام 1994، ما بين 64.25 إلى 72.25. لقد حصلت شركة المرافق العامة على فوائد تفوق قيمة الأرباح قبل فرض الضرائب بـ 4.20 مرة في عام 1968 بالمقارنة بـ 1.98 مرة لشركة بن سنترال. وفي أثناء عام 1969 كان أداء الشركة الأخيرة يزداد سوءًا باطراد؛ لذلك كانت هناك حاجة ملحة لإجراء التبديل، وكان من الممكن أن يكون ذلك بمثابة طوق نجاة لحامل سند شركة بن سنترال (في نهاية عام 1970 كانت سندات السكك الحديدية من فئة 4.25 تعاني الإعسار وتباع بـ 18.5 نقطة، بينما

بلغ سعر إغلاق سندات المرافق من فئة 4.375 - 66.5 نقطة).

4. سجلت بن سنترال أرباحًا بلغت 3.80 دولار للسهم في عام 1968 وبلغت قيمة سعرها الذي يصل إلى 86.5 نقطة في ذلك العام ما فوق مثل هذه الأرباح بأربع وعشرين مرة، ولكن أي محلل يستحق ما يحصل عليه من أجر كان لابد أن يتساءل عن حقيقة أرباح من ذلك النوع الذي تم تسجيله بدون أن تسدد الشركة ضرائب الدخل المستحقة عليها.

5. لقد سجلت الشركة التي تم دمجها مؤخرًا 326 "أرباحًا "في عام 1966 بلغت 6.80 دولار للسهم؛ ونتيجة لذلك ارتفعت الأسهم العادية فيما بعد لتصل إلى 86.5 نقطة. ولقد بلغ تقييم الأسهم بما يزيد على ملياري دولار. كم كان عدد المشترين الذين كانوا يعلمون في ذلك الوقت أن تلك الأرباح البديعة كانت قبل دفع رسوم خاصة تقدر بـ 275 مليون دولار أو 12 دولارًا للسهم كانت ستؤخذ عام 1971 لتغطية "التكاليف والخسائر"التي نجمت عن الدمج. إنها أرض العجائب تلك التي يعيش فوقها عالم وول ستريت؛ حيث يمكن لشركة أن تعلن عن "أرباح" تقدر بـ 6.80 دولار للسهم من ناحية و "تكاليف وخسائر" خاصة تصل إلى 12 دولارًا من ناحية أخرى في الوقت الذي يهلل فيه حملة الأسهم والمضاربون فرحًا بذلك 327 .

326 كانت شركة بن سنترال هي نتاج الدمج الذي أعلن عنه عام 1966 بين شركة بنسلفانيا رايلرود وشركة

نيويورك سنترال رايلرود.

327 إن مثل هذا النوع من الخدع المحاسبية التي يتم فيـها تسـجيل الأربـاح علـى أنـها "غـير عاديـة" أو "استثنائية" أو "غير متكررة " ليست لها أية أهمية ولكنها تلقـي الضـوء علـى الاعتمـاد علـى البيـانات الماليـة " الصورية" التي أصبحت شائعة في أواخر التسعينيات (انظر التعليق على الفصل الثاني عشر).

6. إن أي محلل لشئون السكك الحديدية كان سيعلم منذ وقت طويل أن صورة تشغيل بن سنترال كانت بالغة السوء بالمقارنة بشركات السكك الحديدية الأخرى. على سبيل المثال، بلغت نسبة نقلها ما يصل إلى 47.5% في عام 1968بالمقارنة بـ 35.2% لجارتها شركة نور فولك آند ويسترن 328 .

328 "نسـبة نقـل الشـركة" (المعروفـة حـاليًا بنسـبة التشغيل) تقيس نفقات تشغيل قطاراتها مقسومة على إجمـالي عوائـد الشـركة، وكلمـا ارتفعـت النسـبة، قلت كفاءتها. واليوم تعد نسبة 70% كنسبة نقل أمرًا ممتازًا.

7. طوال تاريخ الشركة كانت هناك صفقات غريبة ذات نتـائج محاسبية غـير عاديـة. ولكن التفاصيل معقدة للغاية؛ بحيث لا مجال للخوض فيها في هذا المقام.

النتيجـة: هـل أيـة إدارة جيـدة كـانت كفيلة بإنقاذ بن سنترال من الإفلاس؟ هذا أمر مشكوك فيه. ولكن ما من شك في أنه لم يكن ينبغي أن يظل أي سند أو سهم من أسهم بن سنترال بعد عام 1968 في أي حساب أوراق

مالية يرعاه محلل أوراق مالية كفء أو مدير صندوق أو مسئول ائتمان أو مستشار استثماري. الدرس المستفاد : على محللي الأوراق المالية أن يقوموا بعملهم الأساسي قبل دراسة حركات سوق الأسهم أو الحملقة إلى البلورة المسحورة أو عمل حسابات رياضية معقدة أو القيام برحلات ميدانية مدفوعة النفقات بالكامل 329 .

329 لقد أصبحت شركة بن سنترال ذكرى طواها النسيان. وفي عام 1976 تم دمجها بشركة كونسوليديتيد ريل (كونريل) وهي شركة قابضة يتم تمويلها فيدراليًا تمكنت من إنقاذ عدد من شركات السكك الحديدية المتعثرة. وقد قامت شركة كونريل ببيع الأسهم إلى العامة في عام 1987، وفي عام 1997 استحوذ عليها كل من سي إس إكس ونورفولك ساذرن المحدودة.

لينج تيمكو فوت المحدودة

هذه قصة توسع ضخم ودين هائل انتهى بوقوع خسائر فادحة ومجموعة من المشكلات المالية. وكما يحدث غالبًا في مثل هذه الحالات، كان هناك صبي بهي الطلعة أو "شاب عبقري" هو المسئول عن بناء هذه الإمبراطورية الشاسعة ثم انهيارها بعد ذلك؛ ولكن هناك قدرًا هائلًا من اللوم الذي يمكن إلقاؤه على الآخرين 330 .

330 تأسست شركة لينج تيمكو فوت المحدودة في عام 1955 بواسطة "جيمس جوزيف لينج"، مقاول كهرباء قام ببيع أول أسهمها التي تبلغ قيمتها مليون دولار

للعامـــة مــن خــلال تقمصــه دور الممــول المصــرفي لاستثماراته، بينما قام بتوزيع النشرات الاقتصادية عن شركته من كابينة أقامها بمعرض ولاية تكساس. ولقد أدى نجاحـه فـي ذلك إلى استحواذه على المزيـد من الشركات مستخدمًا سهم شركة إل تي في، لسداد ثمنها، وكلما زاد عدد الشركات التي تستحوذ عليها شركة إل تي في ارتفعت قيمة السهم، وكلما ارتفعت قيمة سهمها زاد عدد الشركات التي يمكنها الاستحواذ عليها. وبحلول عـام 1969 احتلـت شـركة إل تـي فـي المرتبة الرابعة عشرة على قائمة مجلة " *Fortune* " التي تضم 500 شركة من الشركات الأمريكية الرئيسية الكبرى. ولكن كما أشار "جراهام" سرعان ما تداعى منزل الورق هذا (فقـد انتـهى المطـاف بتقـييم شـركة إل تـي فـي التـي اقتصر نشاطها حاليًّا على صناعة الصلب لطلب الحماية من الإفلاس عام 2000). ويطلق على الشركات التي يتزايد حجمها نتيجة لعمليات الاستحواذ "المستحوذون المتسلسلون" وليس من قبيل المصادفة ذلك التشابه القائم بين هذا اللقب ولقب "السفاح" (أو حرفيًّا معتادي "القتل"). وكما أوضحت لنا حالة شركة إل تي في فإن المســتحوذين المتسـلسلين يخلفـون وراءهـم المـوت المالي والخراب. إن المستثمرين الذين استوعبوا الدرس المفيد الذي يعلمنا إياه "جراهام" كانوا يتجنبون شراء الشـركات ذات الشـعبية فـي فتـرة التسـعينيات أمثال كونسيكو وتايكو وورلد كوم.

جدول 17-1 شركة لينج تيمكو فوت المحدودة "خلال الفترة ما بين 1958-1970 (بملايين الدولارات فيما عدا ربحية السهم)

أ. تابع مشغلة	مبيعات	رسوم العائدة	(مصروفة في الأرباح)	ضرائب الدخل	بنود خاصة	الصافي بعد البنود الخاصة	ميزانية السهم العادي	ربحية السهم العادي	مركز مالي	إجمالي الأصول	الدين المستحق خلال عام	دين طويل الأجل	حصة حملة الأسهم	ترحيل	أصول جارية / خصوم جارية	دين حقوق الملكية / دين طويل الأجل	مدى السعر السوقي
1958	6.9 دولار	1.5 (تقديرية)	(+5.5)	0.225		0.227	0.202	0.17		6.4	1.5	5.	2.7		1.27	5.4	
1960	143.0	1.5 (تقديرية)	(-4.8)	686٩		3.051	3.051	0.83		94.5	29.3	14.6	28.5		-1.45	-2.0	28-20
1967	1 833.0	17.7	(+54)	35.6		34.5	30.7	5.56		845.0	165.0	202.6	245.0		+1.80	-1.2	169.5 - 109
1969	3 750.0 دولار	122.6	(+1.02)	15.2 سم	40.6 مد	38.3 مد	40.8 مد	10.59 ع		2944.0	389.3	1 500.8	12.0		1.52	+0.17	-97.75 24.125
1970	374.0 دولار		(+0.68)	4.9	18.8 مد	69.6 مد	71.3 مد	17.10 ع		2582.0	301.3	1394.6	69.0ع		+1.45	+0.13	29.5 - 7.125

استدعاء خصم الدين كأحد الأصول وخصم السهم لاستمرار قيمة الاستدعاء كما هو منشور ثم السماح. مد مدين، ج حلل

إن بزوغ نجم شركة لينج تيمكو فوت وأفوله يمكن تلخيصهما من خلال إنشاء حسابات مكثفة للدخل ووضع بنود للميزانية العمومية لخمس سنوات بين عامي 1958 و 1970، فهو ما يوضحه جدول (17- 1) ويوضح العمود الأول البدايات المتواضعة للشركة في عام 1958 عندما كانت مبيعاتها تبلغ قيمتها 7 ملايين دولار. أما العمود التالي فإنه يتناول أرقام عام 1960؛ فلقد بلغ معدل نمو المشروع في غضون عامين عشرين ضعفًا، ولكنه كان معدلًا ضعيفًا نسبيًا. ثم جاءت فترة الوصول إلى الذروة خلال الفترة ما بين عامي 1967 و 1968 حين ارتفعت المبيعات إلى عشرين ضعفًا مرة أخرى أي ما يعادل 2.8 مليار دولار مع زيادة حجم الدين من 44 مليون دولار إلى 1.653 مليون دولار. وفي عام 1969 زادت عمليات الاستحواذ الجديدة وزادت معها الديون بصورة هائلة (حيث بلغ إجمالي الدين 1.865 مليون دولار!) وحينئذٍ بدأت المشكلات الخطيرة. ووقعت خسارة فادحة خلال ذلك العام؛ فقد هبط سعر السهم من ارتفاع بلغ 169.5 في عام 1967 إلى 24 نقطة فقط؛ وبعدها حل شخص آخر محل العبقري الشاب كرئيس للشركة. ولقد كانت نتائج عام 1970 أشد سوءًا؛ فقد بلغ صافي الخسائر النهائية للمشروع ما يقرب من 70 مليون دولار، وهبط سعر

السهم إلى 7.125 ، بينما بلغت قيمة أضخم إصداراتها السندية في إحدى المرات 15 سنتًا على الدولار. ولكن أخذت السياسة التوسعية للشركة منحى آخر معاكسًا تمامًا وتم وضع العديد من مصالح الشركة المهمة في السوق، وتم إحراز بعض التقدم في خفض الالتزامات الهائلة للشركة.

إن الأرقام الواردة في الجدول تتحدث عن نفسها؛ مما لا يستوجب التعليق عليها كثيرًا وفيما يلي بعض التعليقات البسيطة:

1. إن فترة توسع الشركة لم تكن متواصلة فقد تخللتها فترات توقف؛ ففي عام 1961 أظهرت الشركة عجزًا تشغيليًّا طفيفًا، ولكن الشركة التي اتبعت إحدى الممارسات التي سوف تظهر فيما بعد في العديد من تقارير عام 1970 قررت أن تتخلص من الرسوم كلها وتأخذ الاتجاه المعاكس الذي قادها نحو العام السيئ 331 . ولقد بلغت قيمة تلك الرسوم ما يقرب من 13 مليون دولار، وهو ما فاق قيمة إجمالي صافي الأرباح خلال السنوات الثلاث التي سبقت ذلك التاريخ. وفي عام 1962 أصبحت الشركة جاهزة لتحقيق "أرباح قياسية"... إلخ.

331 لا تزال عادة إخفاء الأرباح الحقيقية لشركة تحت عباءة رسوم إعادة الهيكلة تلازمنا حتى الآن. إن تكديس كل الرسوم في عام واحد يطلق عليه أحيانًا محاسبة "المغطس الضخم" أو "حوض المطبخ". إن هذه الخدعة المستخدمة في دفاتر الحسابات تمكن الشركة

من الظهور بمظهر من يحقق النمو في العام القادم، ولكن يجب ألا يخطئ المستثمرون ذلك ويظنوه علامة على قوة النشاط.

2. وفي نهاية عام 1966 بلغت قيمة صافي الأصول الملموسة 7.66 دولار للسهم العادي (والمعدل من خلال التقسيم 3 إلى 2). وهكذا بلغ السعر السوقي في عام 1967 ما يفوق قيمة أصولها المسجلة آنذاك بـ 22 مرة (!). وفي نهاية عام 1968 أظهرت الميزانية العمومية وجود 286 مليون دولار متاحة لما يعادل 3800000 سهم عادي وأسهم ممتازة من فئة (AA) أو ما يعادل 77 دولارًا للسهم. ولكن إذا ما خصمنا القيمة الكاملة للسهم الممتاز واستبعدنا بنود الشهرة التجارية و"أصل" خصم السند الضخم 332 ، فسوف يظل لدينا ثلاثة عشر مليون دولار للأسهم العادية، أي ما يعادل 3 دولارات فقط للسهم. ولكن حق المساهمين الملموس هذا تلاشى وذهبت به رياح الخسائر التي هبت خلال السنوات التي تلت ذلك.

332 يبدو أن "أصل خصم السند" يعنى أن شركة "إل تي في" قامت بشراء بعض السندات بأقل من قيمتها الاسمية وكانت تتعامل مع ذلك الخصم على أنه أحد الأصول على اعتبار أن السندات يمكن أن تباع في نهاية الأمر بقيمتها الاسمية. ولكن "جراهام" يسخر من ذلك طالما أنه ما من سبيل لمعرفة السعر السوقي لسند من السندات في تاريخ محدد في المستقبل، فإذا كان من الممكن بيع السندات بقيم أقل من قيمتها الاسمية فإن هذا "الأصل" سوف يتحول إلى أحد الخصوم.

3. مـع اقتـراب نـهاية عـام 1967 قـامت مؤسـستان مصـرفيتان موقرتـان بطرح 600 ألف سهم من أسهم شركة لينج تيمكو فوت بسعر 111 دولارًا للسهم. وبلغ هذا الارتفاع نفس قيمة الارتفاع الذي يبلغ 169.5، ولكن في أقل من ثلاث سنوات هبط السعر إلى 7.125 333 .

333 لا يسعنا سوى التفكير فيما كان سيقوله "جراهام" عـن المؤسسات المصرفية التـي طرحت شركات مثل إنفوسبيس على العامة عام 1998؛ فقد كان سعر افتتاح السـهم (الـذي تـم تعديله لتقسيمه فيما بعد) للتـداول 31.25 دولار ليصل إلى ذروة ارتفاعه ويبلغ 1305.32 دولار للسهم في مارس عام 2000، بينما أنهي عام 2002 بسعر متدن يبلغ 8.45 دولار للسهم.

4. في نهاية عام 1967 بلغت الديون المصرفية 161 مليون دولار وارتفعت بعدها بعام لتصل إلى 414 مليون دولار، وهو رقم يكفي لبث الذعر في النفوس. وفضلًا عن ذلك بلغت قيمة الدين طويل الأجل 1237 مليون دولار. وبحلـول عـام 1969 بلـغ إجمـالي الـدين 1869 مليون دولار. وقد يكون ذلك أضخم دين إجمالي لأية شركة صناعية في أي مكان وفي أي وقت باستثناء واحد وهو شركة ستاندرد أويل أوف نيو جيرسي التي لا يرقى إليها الشك.

5. لقد فاقت الخسائر في عامي 1969 و 1970 الأرباح الإجمالية منذ إنشاء الشركة.

الدرس المستفاد: إن السؤال الأساسي الذي تثيره قصة

لـينج تـيمكوفوت فـي الأذهـان هـو كـيف تـم إقنـاع المصرفيين التجاريين بإقراض هذه الشركة هذا الكم الهائل من الأموال خلال فترة التوسع، ففي عام 1966 وما قبله لم تستوف عملية تغطية رسوم الفوائد التي قامت بها الشركة المعايير المحافظة، وينطبق الأمر ذاته على نسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية ونسبة حصة الأسهم إلى إجمالي الدين. ولكن خلال العامين التاليين قدمت البنوك مبلغًا إضافيًا يقدر بـ 400 مليون دولار للقيام بالمزيد من عمليات "التنويع"، ولكن لم يكن ذلك نشاطًا جيدًا بالنسبة لهم، وكانت له عواقب وخيمة بالنسـبة لحملة أسهم الشركة. فإذا كانت قصة شركة لينج تيمكو فوت سوف تجعل البنوك التجارية تحجم عن مساعدة عمليات التوسع غير الصحيحة من ذلك النوع، فعندئذٍ قد يكون هناك شيء إيجابي نتج عن هذه القصة في نهاية الأمر 334 .

334 لقد كان "جراهام" يصاب بالإحباط وليس الدهشة؛ لرؤيتـه كـيف واصـلت البنوك التجاريـة دعـم "عمليات التوسـع غـير الحكيمة". إن شـركتي إنـرون وورلد كوم اللتـين تعتبران مثالًا حيًّا لأضخم عمليات انهيار في تـاريخ الشـركات حصـلتا علـى مسـاعدات فـي صـورة قروض مصرفية بلغت قيمتها مليارات الدولارات.

استيلاء شركة "إن في إف "على شركة شارون ستيل (قصة ذات أهمية خاصة)

في نهاية عام 1968 كانت شركة إن في إف تعاني دينًا طويل الأجل تبلغ قيمته 4.6 مليون دولار ولديها رأس

مال سهمي يبلغ 17.4 مليون دولار ومبيعات تقدر بـ 31 مليون دولار وصافي دخل يصل إلى 502 ألف دولار (قبل احتساب ائتمان خاص يقدر بـ 347 ألف دولار). وكان يوصف نشاطها بأنه لإنتاج "الفيبر والبلاستيك المعالج بالكبريت". ولقد قررت إدارة الشركة الاستيلاء على شركة شارون ستيل التي بلغت قيمة دينها طويل الأجل 43 مليون دولار ورأسمال في صورة أسهم يقدر بـ 101 مليون دولار ومبيعات تبلغ قيمتها 219 مليون دولار، وصافي أرباح يصل إلى 2929000 دولار. وهكذا نجد أن الشركة التي أرادت شركة إن في إف الاستحواذ عليها كانت تبلغ ضعف حجمها بسبع مرات. وفي أوائل عام 1969 قامت بطرح جميع أسهم شارون، وكانت قيمة السهم 70 دولارًا من المبلغ الاسمي لسندات إن في إف الثانوية التي تصل إلى 5% التي تستحق في عام 1994 بالإضافة إلى صكوك لشراء 1.5 من أسهم إن في إف بسعر 22 دولارًا للسهم. ولقد حاولت إدارة شركة شارون مقاومة عملية الاستحواذ ولكن باءت تلك المحاولات بالفشل؛ فقد حصلت شركة إن في إف على 88% من أسهم شارون طبقًا لهذا العرض مصدرة بذلك ما قيمته 102 مليون دولار من 5% من سنداتها وصكوك تبلغ قيمتها 2197000 دولار من أسهمها. ولو تم تشغيل هذا المشروع الموحد بنسبة 100% لبلغت قيمة دينه، لعام 1968، 163 مليون دولار وبلغت قيمة رأسماله الملموس للأسهم 2.2 مليون دولار وقيمة مبيعاته 250 مليون دولار. أما موضوع صافي الأرباح فهو معقد قليلًا ولكن سجلته الشركة على أنه صافي خسارة يقدر بـ 50 سنتًا للسهم من أسهم إن في إف، قبل الحصول على

مبلغ ائتماني استثنائي، وصافي أرباح يبلغ 3 سنتات للسهم بعد الحصول على مثل هذا الائتمان 335 .

335 في يونيو عام 1972 (بعد أن أنهى "جراهام" كتابة هذا الفصل لتوه) توصل قاضٍ فيدرالي إلى أن رئيس شركة إن في إف "فيكتور بوسنر" قد أساء استخدام أصول معاش شركة شارون ستيل "لمساعدة الشركات التابعة للاستحواذ على الشركات الأخرى". وفي عام 1977 أصدرت هيئة الأسواق والأوراق المالية إنذارًا قضائيًّا دائمًا ضد " بوسنر " و إن في إف وشارون ستيل لمنعها من ارتكاب أية انتهاكات مستقبلية للقوانين الفيدرالية الخاصة بجميع أشكال الاحتيال في الأوراق المالية. ولقد ادعت الهيئة على " بوسنر" بأنه قام هو وأفراد أسرته بالاستيلاء غير المشروع على 1.7 مليون دولار من شركة إن في إف وشارون والمبالغة في تقدير أرباح شركة شارون قبل سداد الضريبة بما تصل قيمته 13.9 مليون دولار، وإساءة تسجيل المخزون وترحيل "الدخل والمصروفات من عام إلى آخر". لقد أصبحت شركة شارون ستيل، التي كان ينظر إليها "جراهام" بعين الشك، تعرف بين محبي السخرية في وول ستريت بـ "ساهم واسرق". لقد أصبح "بوسنر" فيما بعد يشكل قوة دفع رئيسية وراء عمليات شراء الشركات والاستحواذ عليها والتي تتسم بالجرأة الشديدة والتي اجتاحت الولايات المتحدة خلال فترة الثمانينيات، كما أصبح عميلًا رئيسيًّا للسندات الرديئة التي كانت تطرحها مؤسسة دريكسيل بيرنهام لامبرت للاكتتاب.

التعليق الأول: من بين جميع عمليات الاستحواذ التي

تمت في عام 1969 كانت هذه العملية هي أشدها تطرفًا في تفاوت نسبها المالية؛ فالشركة المستحوذة تحملت مسئولية دين جديد شديد الوطأة وقامت بتغيير أرباح عام 1968 إلى خسائر في هذه الصفقة. ويمكن قياس سوء الموقف المالي للشركة من جراء هذه الخطوة من خلال حقيقة أن السندات الجديدة التي تصل قيمتها إلى 5% لم تبع بأكثر من 42 سنتًا على الدولار خلال عام الإصدار. وهو ما يعد بمثابة انعكاس لانعدام الثقة بمدى أمان السندات وبمستقبل الشركة، ومع هذا فإن الإدارة استغلت سعر السند؛ بحيث تنقذ ضرائب الدخل السنوية التي تبلغ 1000000 دولار كما سيتضح فيما بعد.

إن تقرير عام 1968، والذي نشر بعد الاستحواذ على شركة شارون، يتضمن صورة موجزة لنتائجها تعود إلى نهاية العام، ولقد تضمن التقرير بندين من أكثر البنود شذوذًا:

1. تم تسجيل أحد الأصول الذي تقدر قيمته بـ 58600000 دولار في صورة "تكلفة دين مؤجلة"، وهو مبلغ يفوق حق ملكية حملة الأسهم جميعًا والتي تقدر بـ 40200000 دولار.

2. مع ذلك لم يتضمن حق ملكية حملة الأسهم بندًا يقدر بـ 20700000 دولار تم تصنيفه على أنه "زيادة قيمة السهم على تكلفة الاستثمار في شركة شارون".

التعليق الثاني: إذا ما استبعدنا تكلفة الدين كأحد الأصول، وهي بالكاد تبدو كذلك، وأدرجنا البند الآخر ضمن حقوق المساهمين (وهو مكانها الطبيعي) عندئذٍ

سوف نحصل على بيان أكثر واقعية لحقوق المساهمين الملموسة بسهم إن في إف، بمعنى ما تقدر قيمته بـ2200000 دولار؛ لذلك كان أول تأثير لهذه الصفقة هو خفض "حق المساهمين الحقيقي" بشركة إن في إف من 17400000 إلى 2200000 أو من 23.71 دولار للسهم إلى 3 دولارات للسهم على 731000 سهم. وفضلًا عن ذلك، تنازل حملة أسهم إن في إف للآخرين عن حقهم لشراء الثلاثة أمثال والنصف من الأسهم الإضافية بـ 6 نقاط أدنى من السعر السوقي في نهاية عام 1968. ولقد كانت القيمة السوقية المبدئية للصكوك تقدر بحوالي 12 دولارًا للصك الواحد أو ما يصل إجمالي قيمته إلى 30 مليون دولار لما يشمله عرض الشراء. وفي حقيقة الأمر فاقت القيمة السوقية للصكوك إجمالي القيمة السوقية لسهم إن في إف القائم وهو دليل آخر على السمة الغالبة على الصفقة والتي تشبه مطاردة الكلب لذيله.

الألاعيب المحاسبية

عندما نتحول من هذه الميزانية العمومية الصورية إلى تقرير العام التالي سوف نعثر على عدد من القيود الغريبة. فإلى جانب وجود تكلفة الفائدة الأساسية (التي تقدر بـ 7500000 دولار)، تم خصم مبلغ يقدر بـ 1795000 دولار "لاختفاء تكلفة الدين المؤجل" ولكن هذا الرقم الأخير تم تعويضه تقريبًا في السطر التالي من خلال أحد بنود الدخل غير العادية بالطبع وهو: "إضفاء حق المساهمين على تكلفة الاستثمار في أحد الفروع التابعة: سي آر 1650000 ألف". وفي إحدى الحواشي نجد قيدًا لا يظهر في أي تقرير آخر نعرفه؛

فقد تم تصنيف جزء من رأس مال الأسهم بوصفه "قيمة سوقية عادلة للصكوك التي صدرت فيما يتعلق بعملية الاستحواذ، إلخ، 22129000 دولار".

فماذا تعني كل هذه القيود؟ بل لم تتم الإشارة إلى أي منها حتى في نص تقرير عام 1969. إن محلل الأوراق المالية المدرب عليه أن يحل غموض تلك الأسرار بنفسه على طريقة المخبرين السريين تقريبًا. وسوف يجد أن الفكرة الأساسية هي استخلاص ميزة ضريبية من السعر المبدئي المنخفض لسندات الدين التي تبلغ 5%. وللقراء الذين قد يهتمون بهذا الترتيب المذهل أوضحنا الحل الذي وضعناه في الملحق السادس.

بنود أخرى غير عادية

1. بعد نهاية عام 1969 قامت الشركة بشراء ما لا يقل عن 650000 صك بسعر 9.38 دولار لكل صك. ولكن كان ذلك أمرًا استثنائيًا، أولًا لأن شركة إن في إف نفسها كان لديها 700 ألف دولار نقدًا في نهاية العام، بينما بلغت قيمة دينها الذي يستحق الدفع في عام 1970 4400000 دولار (ومن الواضح أن مبلغ الـ 6 ملايين دولار الذي تم دفعه مقابل الصكوك كان مقترضًا)؛ ثانيًا، كانت الشركة تشتري في هذا الصك "أموالًا ورقية" في وقت كانت تباع فيه سنداتها التي تبلغ 5% بأقل من 40 سنتًا على الدولار، وهو أمر يعد بمثابة تحذير من أن المشكلات المادية تلوح في الأفق.

2. وكنوع من التعويض الجزئي، قامت الشركة باسترداد 5100000 دولار من سنداتها وعدد 253000 من

صكوكها في مقابل مقدار مماثل من الأسهم العادية. ولقد كان ذلك أمرًا يمكن حدوثه، وفق أهواء السوق المالية؛ حيث كان الناس يبيعون السندات التي تبلغ 5% بأقل من 40 نقطة، في حين أن متوسط سعر السهم العادي بلغ 13.5 نقطة بدون دفع توزيعات.

3. لقد كانت لدى الشركة خطط تقوم بتنفيذها بالفعل ليس فقط بهدف بيع الأسهم لموظفيها، بل لبيعهم عددًا هائلًا من الصكوك من أجل شراء السهم. ومثل عمليات شراء الأسهم كان من المفترض دفع 5% مقدمًا والباقي على عدد من السنوات في المستقبل. هذه هي خطة شراء الصكوك الخاصة بالموظفين التي نعرفها، فهل سيقوم شخص ما في القريب العاجل باختراع وبيع حق شراء سهم بالتقسيط وهكذا دواليك؟

4. في عام 1969 قامت شركة شارون ستيل التي تمت السيطرة عليها مؤخرًا بتغيير طريقة حساب تكاليف المعاش واتباع معدلات إهلاك منخفضة. ولقد أضافت تلك التغيرات المحاسبية ما يقرب من دولار للسهم إلى الأرباح التي سجلتها إن في إف قبل عملية خفض قيمة الأسهم.

5. في نهاية عام 1970 أشار دليل مؤشر ستاندرد آند بورز إلى أن أسهم شركة إن في إف كان يباع بنسبة سعر إلى أرباح تبلغ نقطتين فقط، وهو أقل رقم للإصدارات القديمة البالغ عددها 4500 إصدار يتضمنها الكتيب. وكما جاء في مقولة وول ستريت القديمة "هذا أمر مهم إذا كان حقيقيًا". لقد كانت تلك النسبة قائمة

على سعر إغلاق ذلك العام الذي بلغ 8.75 دولار و "الأرباح" التي تم احتسابها وبلغت قيمتها 5.38 دولار للسهم خلال الاثني عشر شهرًا التي انتهت في سبتمبر عام 1970. (وبناءً على تلك الأرقام فإن الأسهم كانت تباع بما يفوق قيمة الأرباح بـ 1.6 مرة) ولكن هذه النسبة لم تفسح المجال أمام عملية خفض قيمة السهم 336 ، ولا للنتائج العكسية التي شهدها الربع الأخير من عام 1970. وعندما ظهرت أرقام العام كاملًا أظهرت تحقيق ربحية سهم تقدر قيمتها بـ 2.03 دولار قبل السماح بخفض القيمة، وربحية سهم بناء على أسس الخفض تقدر بـ 1.80 دولار. عليك كذلك ملاحظة أن إجمالي سعر السوق للسهم والصكوك في ذلك التاريخ كان يصل إلى 14 مليون دولار في مقابل دين سندي يصل إلى 135 مليون دولار، وهو موقف ضعيف للغاية بالنسبة لحق المساهمين.

336 إن عنصر "خفض قيمة السهم الهائل" كان من شأنه أن يبدأ عندما استخدم الموظفون صكوكًا لشراء السهم العادي، وكان يتحتم على الشركة آنذاك إصدار المزيد من الأسهم، وعندئذٍ يتم تقسيم صافي الأرباح على عدد أكبر من الأسهم القائمة.

تريبل إيه AAA إنتربرايزس

التاريخ

منذ خمسة عشر عامًا بدأ طالب جامعي يدعى "ويليامز" ببيع المنازل النقالة (التي كان يطلق عليها آنذاك "المقطورات") وفي عام 1965 قام بتأسيس شركة

لمزاولة نشاطه. وفي هذا العام قام ببيع منازل نقالة بلغت قيمتها 5800000 دولار وحقق مكاسب بلغت 61000 دولار قبل سداد ضرائب أرباح الشركات، وبحلول عام 1968 كان قد انضم إلى حركة "حق الامتياز" وكان يبيع للآخرين حقوق بيع المنازل النقالة بترخيص منه وباسمه. وواتته أيضًا الفكرة العبقرية بالقيام بملء إقرارات ضرائب الدخل مستخدمًا في سبيل ذلك منازله النقالة كمكاتب لمزاولة هذا النشاط. وقام بتأسيس فرع لشركته يسمى "مستر تاكس أوف أمريكا" وبالطبع بدأ يبيع حقوق الامتياز للآخرين لاستغلال الفكرة والاسم واستطاع مضاعفة عدد أسهم الشركة إلى 2710000، وكان مستعدًا لطرح الأسهم للاكتتاب. واكتشف أن واحدة من بين أربع من كبرى البورصات الأمريكية لديها الاستعداد لتولي الصفقة. وفي مارس عام 1969 قامت بطرح 500 ألف سهم من أسهم شركة تريبل إيه إنتربرايزس للاكتتاب بسعر 13 دولارًا للسهم. تم بيع 300 ألف سهم منها لصالح الحساب الشخصي للسيد "ويليامز" (200 ألف لحساب الشركة؛ مما أضاف 2400000 دولار إلى مواردها. وسرعان ما ارتفع سعر السهم إلى 28 نقطة أو ما تقدر قيمته بـ 84 مليون دولار مقابل حقوق المساهمين ومقابل قيمة دفترية تقدر بـ 4200000 دولار وبحد أقصى للأرباح التي تم تسجيلها يقدر بـ 690000 دولار، وهكذا كان السهم يباع بما يفوق قيمة الأرباح الجارية (وأضخمها) للسهم. ومما لا شك فيه أن السيد "ويليامز" اختار اسم تريبل إيه إنتربرايزس لكي تحتل المرتبة الأولى من بين أسماء دليل الهاتف ودليل عناوين

الشركات. وبالتالي كانت شركته تحتل مكان الصدارة في دليل أسهم ستاندرد آند بورز ومثل قصيدة "أبو بن أدهم" 338 ، كانت هي الشركة التي تقود الشركات الأخرى، وكان هذا سببًا خاصًا لاختيار هذه الشركة من بين نماذج عام 1969 الخاصة بمصادر التمويل الجديدة و"الإصدارات الساخنة".

337 قام "جاكي جي. ويليامز" بإنشاء شركة تريبل إيه إنتربرايزس" في عام 1958. ولقد بلغ السهم الذروة في أول أيام تداوله ليصل إلى 56% ثم يصل إلى سعر إغلاق يبلغ 20.25 دولار. ولقد أعلن " ويليامز " بعدها أن " تريبل إيه" سوف تبتكر مفهومًا جديدًا لحقوق الامتياز كل شهر (إذا كان الناس لديهم الاستعداد للعيش في منزل متنقل لكي يتخلصوا من عبء ضرائب الدخل بواسطة شركة "مستر تاكس أوف أمريكا"، فلك أن تتخيل الأشياء الأخرى التي بوسعهم القيام بها داخل المقطورة) ولكن نفد الوقت والمال من شركة "تريبل إيه إنتربرايزس" قبل أن تنفد أفكار "ويليامز". إن تاريخ شركة "تريبل إيه إنتربرايزس" شبيه بقصة شركة أخرى تتمتع إداراتها بالجاذبية وأصولها بالهزال. إن شركة "
zzzz " وصلت إلى قيمة سوقية تقدر بـ 200 مليون دولار تقريبًا في أواخر الثمانينيات، على الرغم من أن نشاطها الصناعي في مجال المكانس الكهربائية لم يكن أكثر من مجرد هاتف ومكتب مستأجر يديره مراهق يدعى "باري مينكو" ولكن أفلست الشركة وذهب "مينكو" إلى السجن. وفي الوقت الذي تقوم فيه بقراءة هذا الكتاب يتم تأسيس شركة أخرى ماثلة وسوف يقوم

جيل جديد من "المستثمرين" بالسير في ركابها، ومع ذلك فما من مستثمر قرأ كتاب "جراهام" يجدر به أن يفعل هذا.

338 فـي قصيـدة "أبـو بـن أدهـم"، التـي ألفـها الشاعر البريطاني الرومانسي "لي هانت" (1784 1859) يرى شخص تقي ملاكًا يكتب في كتاب من ذهب "أسماء من يحبون الله" وعندما يبلغ "أبا بن أدهم" أن اسمه ليس من بينهم يقول له: " أتوسل إليك إذن أن تكتبني من بين من يحبون إخوانهم من البشر، فيعود في الليلة التالية ليجعل "أبا بن أدهم" يرى الكتاب الذي كتب فيه اسم "أبي بن أدهم" في الصدارة قبل أسماء الآخرين.

التعليـق: لم تكن تلك صفقة سيئة؛ فقد بلغت القيمة الدفترية لـ 300 ألف سهم التي باعها في ديسمبر عام 180.1968 ألف دولار. وبالتالي حصل على صافي ربح يبلغ ضعف هذه القيمة بعشرين مرة أو 3600000 دولار. إن متعـهدي الاكتتـاب والموزعـين قـاموا بقسـمة تقدر قيمتها بـ 500 ألف دولار مما قلل من التكاليف.

1. ولكـن لم تبـد هذه صفقة ممتـازة وعبقرية بالنسبة لعملاء البورصة؛ فقد طلب منهم سداد ما تصل قيمته إلى عشرة أمثال القيمة الدفترية للسهم بعد عملية زيادة حق المساهمين لكل سهم من 59 سنتًا إلى 1.35 دولار بأموالهم الخاصة 339 فقبل عام 1968، الذي يعد أفضل الأعـوام، كـان الحد الأقصى للأرباح 7 سنتات للسهم. ومما لا شك فيه أنه كانت هناك خطط طموحة من أجل المستقبل، ولكنهم كانوا يطلبون من عامة المستثمرين

أن يدفعوا ثمنًا باهظًا ومقدمًا من أجل تنفيذ تلك الخطط.

339 عن طريق شراء المزيد من الأسهم العادية علاوة على قيمتها الدفترية، قام عامة المستثمرين بزيادة قيمة حقوق المساهمين لكل سهم بشركة AAA إنتربرايزس، ولكن كان المستثمرون يحاولون الوقوف على أقدامهم، خاصة أن غالبية الارتفاع في حقوق المساهمين كان مصدره رغبة العامة في المبالغة في سداد سعر السهم.

2. ومع ذلك فإن سعر السهم تضاعف بعد فترة وجيزة من الإصدار الأصلي، وكان بوسع عملاء شركات السمسرة التخلي عن ذلك السهم والحصول على ربح جيد. فهل غيرت هذه الحقيقة من طرح الأسهم للاكتتاب العام أو هل يبرئ الارتفاع المحتمل ساحة الموزعين الأصليين للإصدار ويعفيهم من المسئولية عن الطرح العام وما أسفر عنه من نتائج؟ هذا ليس سؤالًا تسهل الإجابة عنه، ولكنه يتطلب دراسة متأنية من جانب وول ستريت والجهات الرقابية الحكومية 340 .

340 كان رأي "جراهام" أن البنوك الاستثمارية لا ينسب لها الفضل للأرباح التي قد يحققها إصدار ساخن فور طرحه للاكتتاب العام المبدئي ما لم يكن لديهم الاستعداد لتحمل اللوم على مستوى أداء السهم على المدى البعيد. لقد ارتفعت العديد من عمليات الطرح المبدئي للأسهم بنسبة 1000% أو أكثر عام 1999 وأوائل عام 2000؛ ولقد خسر معظمهما ما يزيد على

95% خلال السنوات الثلاث التالية. كيف إذن تبرر المكاسب المبكرة التي حققها بعض المستثمرين التدمير الهائل للثروة والتي عانى من جرائها الملايين الذين جاءوا لاحقًا؟ إن العديد من عمليات الطرح المبدئي العام قد تم خفض سعرها عن عمد "لتصنيع" أرباح فورية تجذب المزيد من الانتباه إلى الطرح التالي.

التاريخ التالي

ومع زيادة حجم رأس مال مشروعات شركة " AA إنتربرايزس" فإنها أضافت إلى قائمة نشاطها نوعين إضافيين؛ ففي عام 1969 قامت بفتح سلسلة محلات تجزئة لبيع السجاد واستحوذت على مصنع لتصنيع المنازل النقالة. ولم تكن النتائج التي تحققت خلال الأشهر التسعة الأولى جيدة، ولكنها كانت أفضل عن العام الذي سبقه، حيث ارتفعت قيمة السهم إلى 22 سنتًا في مقابل 14 سنتًا. وما حدث في الأشهر التالية كان غير معقول؛ فقد فقدت الشركة 4365000 دولار أو 1.49 دولار للسهم؛ مما استنفد جميع رأس المال قبل التمويل، بالإضافة إلى الـ 2400000 دولار التي تم الحصول عليها على بيع السهم بالإضافة إلى ثلثي المبلغ الذي تم تسجيله على أنه أرباح تحققت خلال الأشهر التسعة الأولى لعام 1969. وهكذا لم يتبق سوى مبلغ تافه يقدر بـ 242 ألف دولار، أو 8 سنتات للسهم، من قيمة رأس المال لعامة حملة الأسهم الذين قاموا بدفع 13 دولارًا مقابل الطرح الجديد قبل سبعة أشهر. ومع ذلك فإن الأسهم أنهت عام 1969 بسعر شراء بلغ 8.125 للنقطة أو "التقييم" يزيد على 25 مليون دولار للشركة.

مزيد من التعليقات: 1. إنه أمر لا يصدق أن الشركة قد حققت أرباحًا خلال الفترة ما بين يناير إلى سبتمبر عام 1969 تقدر بـ 686 ألف دولار ثم خسرت بعد ذلك 4365000 دولار في غضون الأشهر الثلاثة التي تلت ذلك. وهو أمر يثير شعورًا غامضًا بأن هناك أمرًا محزنًا وسيئًا في تقرير الثلاثين من سبتمبر.

2. إن سعر نهاية العام الذي يبلغ 8.125 كان بمثابة مثال على الإغفال التام لأسعار سوق البورصة عما كان عليه سعر الطرح الأصلي الذي بلغ 13 نقطة، أو ارتفاع "الإصدار الساخن" فيما بعد إلى 28 نقطة. لقد كانت التسميات الأخيرة تقوم على الحماسة، والأمل صحيح أنها كانت بعيدة عن الواقع والمنطق ولكنها كانت على الأقل مفهومة. إن تقييم نهاية العام بمبلغ 25 مليون دولار تم منحه لشركة فقدت جميع رأس مالها الذي لم يبق منه سوى النزر اليسير؛ مما دفع الشركة إلى حافة الانهيار تقريبًا، وهو موقف تصبح فيه كلمات مثل "الحماس" أو "الأمل" كلمات تعبر عن السخرية المرة. (وعلى الرغم من أن أرقام نهاية العام لم يتم نشرها في 31 ديسمبر، ولكنها وظيفة وول ستريت ومؤسساته التي ترتبط بشركة ما أن يكون لديها بيان تشغيلي شهري وفكرة محددة وواضحة عن كيفية سير الأمور).

الفصل الأخير

خلال النصف الأول من عام 1970 تكبدت الشركة مزيدًا من الخسائر التي تقدر بـ مليون دولار. والآن هي تعاني عجزًا في رأس المال ولم تبتعد عن شفا الإفلاس إلا

بفضل القروض التي وفرها السيد "ويليامز" والتي بلغ إجمالي قيمتها 2500000 دولار. وفيما يبدو لم يتم إصدار أية بيانات إضافية حتى يناير عام 1971، حين تقدمت شركة AAA إنتربرايزس بالتماس لإشهار إفلاسها. ولقد ظلت تسمية السهم حتى نهاية الشهر 50 سنتًا أو 1500000 دولار للإصدار بأسره، وهي قيمة لا تتعدى قيمة ورق الحائط. نهاية القصة.

الدرس المستفاد والأسئلة: لا سبيل لتقويم عامة المضاربين؛ فهم بلغة عالم المال لا يسعهم أن يعدوا الأرقام لأكثر من رقم 3؛ فهم لديهم الاستعداد لشراء أي شيء وبأي سعر إذا بدا لهم أن هناك شيئًا ما يلوح في الأفق. إنهم يتدافعون على أية شركة أو "حق امتياز" أو شركة كمبيوتر وإلكترونيات أو شركة للعلوم أو التكنولوجيا أو أي مجال يتسم بالشعبية والرواج في فترة ما. ولكن قراءنا المستثمرين العقلاء بعيدون بالطبع عن كل هذه الحماقات، ولكن تظل التساؤلات مطروحة. ألا يجب على المؤسسات الاستثمارية الإحجام عن التعامل مع تلك المؤسسات المحكوم على تسع من بين عشر منها بالفشل؟ (كان هذا هو الوضع عندما دخل المؤلف وول ستريت عام 1914. ويبدو أن المعايير الأخلاقية لـ وول ستريت تدهورت خلال السبعة والخمسين عامًا التي تلت ذلك على الرغم من جميع القيود والإصلاحات). فهل يمكن لهيئة الأسواق والأوراق المالية، بل وهل ينبغي لها، أن تحصل على صلاحيات أخرى لحماية العامة عما تتمتع بها بالفعل وسلطات تقتصر على طلب طباعة جميع الحقائق المهمة

المتعلقة بنشرة الطرح؟ وهل يجب أن يتم عمل جدول بنتائج أنواع الطرح المبدئي العام المختلفة ونشرها؟ وهل يجب أن تحمل كل نشرة وربما كل تأكيد بالبيع طبقًا للطرح المبدئي الأصلي، ضمانًا رسميًا بأن سعر طرح الإصدارات لا يبتعد عن الأسعار السائدة للإصدارات من ذلك النوع بصفة عامة في السوق؟ وفي أثناء إعدادنا هذه النسخة يتم حاليًا تنفيذ عملية إصلاح في وول ستريت، وسوف يكون من الصعب فرض تغييرات جذرية في مجال عمليات الطرح الجديدة؛ وذلك لأن الأخطاء التي تحدث إنما هي نتيجة طبيعية لإهمال العامة وجشعهم. ولكن الأمر يستحق دراسة متأنية وطويلة 341 .

341 إن الأربع جمل الأولى من فقرة "جراهام" تعد بمثابة نعي موجز لفقاعة الإنترنت والاتصالات اللاسلكية التي انفجرت أوائل عام 2000. وكما أن تحذير الطبيب العام المطبوع على أحد جوانب علبة السجائر لا يمنع أي شخص من التدخين، فما من إصلاح رقابي سوف يحول بين المستثمرين وبين الإفراط في الجشع. (فحتى الشيوعية لا يمكنها تجريم فقاعات السوق، فسوق البورصة الصينية ارتفعت إلى 101.7% في النصف الأول من عام 1999، ولكن سرعان ما انهارت). ولن تتمكن البنوك الاستثمارية من التخلص من دافعها الذاتي الذي يحثها على بيع أي سهم بأي سعر تتحمله السوق، ولكن يمكن كسر هذه الدائرة خطوة خطوة من خلال جهود كل مستثمر وكل مستشار مالي. إن إتقان مبادئ "جراهام" (انظر الفصول 1، و 8، و20)

هي أفضل بداية.

تعليقات على الفصل السابع عشر

في إحدى الأساطير ذهب الحكيم "وودين" إلى ملك الأقزام وأخذ يديه وقيدهما خلف ظهره وطلب منه أن يخبره كيف يمكن أن يتغلب النظام على الفوضى، فقال له ملك الأقزام: "أعطني عينك اليسرى وسوف أخبرك"؛ فلم يتردد "وودين" وأعطاه عينه اليسرى، فأجابه ملك الأقزام بقوله: "أخبرني الآن، ماذا ترى؟"، ثم أردف قائلًا: "إن السر هو أن ترى بكلتا عينيك".

ـ جون جاردنر

كلما تغيرت الأشياء...

إن "جراهام" يبرز أربع حالات متطرفة:

- • "شركة عملاقة متعثرة" يغالى في تسعير سهمها.
- • تكتل مختلط لإقامة إمبراطورية.
- • دمج تقوم من خلاله شركة صغيرة بالتهام شركة أخرى كبرى.
- • طرح عام مبدئي للأسهم في شركة ليست لها أية قيمة.

إن السنوات القليلة الماضية حملت معها ما يكفي من الحالات الجديدة التي تجسد النماذج المتطرفة التي تحدث عنها "جراهام"، والتي يمكن أن تملأ موسوعة، وفيما يلي عينة من تلك الحالات:

الجدول (17_ 1) شركة لوسنت تكنولجيز

	للفترة ربع السنوية التي تنتهي في..	
	30 يونيو عام 1999	30 يونيو عام 2000
الدخل		
العوائد	7403	8713
الدخل (خسارة) من العمليات المستمرة	622	(14)
الدخل (خسارة) من العمليات التي توقفت	141	(287)
صافي الدخل	763	(301)
الأصول		
النقد	1495	710
الأموال التي تم الحصول عليها	9486	10101
الشهرة التجارية	3340	8736
رسملة تكاليف تطوير برامج الكمبيوتر	412	576
إجمالي الأصول	37156	46340

جميع الأرقام بملايين الدولارات الأصول الأخرى تتضمن الشهرة التجارية

المصدر: التقارير المالية ربع السنوية لشركة لوسنت (تقرير Q-10)

شركة لوسنت لا تتمتع بالشفافية

في منتصف عام 2000 كانت شركة "لوسنت تكنولوجيز" يمتلك أسهمها محدد كبير من المستثمرين يفوق أي سهم شركة أخرى في الولايات المتحدة الأمريكية. ولقد كانت تلك الشركة برسملة السوق تصل إلى 192.9 مليار دولار، وكانت من بين أعلى اثنتي عشرة شركة في القيمة بالولايات المتحدة.

فهل هذا التقييم الهائل الذي حظيت به هذه الشركة له ما يبرره؟ دعونا ننظر إلى بعض الحقائق الأساسية من التقرير المالي لشركة لوسنت للربع المالي الذي ينتهي في 30 يونيو عام 342 2000:

342 هذه الوثيقة، مثل جميع التقارير المالية الواردة في

هذا الفصل، سوف تجدها متاحة للجماهير من خلال قاعــدة بيــانات " EDGAR " علــى المـوقع التــالي www.sec.gov .

إن القراءة المتأنية لتقرير لوسنت يدق ناقوس الخطر مثل الهاتف الذي لا ينقطع رنينه:

- • لقد كانت شركة لوسنت قد قامت منذ وقت قريب بشراء شركة لتوريد معدات بصرية: شركة كروماتيس نيت ووركس مقابل 4.8 مليار دولار تم دفع 4.2 مليار دولار منها مقابل "الشهرة التجارية"(أو تكلفة أعلى من القيمة الدفترية). لقد كان عدد موظفي كروماتيس يبلغ 150 مـوظفًا ولـم يكـن لـديها أي عمـلاء وبلغـت قيمـة عوائدها صفرًا، لذلك فإن مصطلح "الشهرة التجارية" يبــدو غــير ملائـم؛ وكـان ينبغـي استخدام مصطلح "صـندوق الرجـاء"، وإذا لم تحظ منتجات كروماتيس بالقبول، ولم تنجح كان سيتحتم على شركة لوسنت أن تعكـس الشـهرة التجاريـة وتضـعها فـي مقابل الأرباح المستقبلية.
- • تكشف إحدى الحواشي في التقرير عن أن شركة لوسـنت قـامت بـإقراض 1.5 مليــار دولار لمشــتري منتجاتها. وفي الوقت نفسه كانت تواجه مشكلة سداد 350 مليـون دولار كضـمانات للأمـوال التـي اقترضـها عملاؤهـا مـن مصـادر أخـرى، وفـي غضون عـام واحـد تضـاعفت "عمليـات تمويـل العمـلاء" ممـا أوحـى بـأن المشترين يعانون نقصًا في الأموال النقدية من أجل شراء منتجات شركة لوسنت. ولكن ماذا سيحدث إذا

نفد منهم المال وعجزوا عن سداد ديونهم؟

- • في الختام يمكن القول إن شركة لوسنت تعاملت مع تكلفة تطوير برامج الكمبيوتر الجديدة على أنها "أصول رأسمالية". وبدلًا من اعتبارها من الأصول، أليس ذلك تكلفة روتينية من تكاليف النشاط ينبغي أن يكون مصدرها الأرباح؟

النتيجة: في أغسطس عام 2001 قامت شركة لوسنت بإغلاق فرع كروماتيس بعدما أشارت التقارير إلى أن منتجات الشركة لم تجتذب سوى عميلين فقط 343 . وخلال العام المالي 2001، خسرت شركة لوسنت 16.2 مليار دولار؛ وفي العام المالي 2002 فقدت 11.9 مليار دولار، ومن بين تلك الخسائر 3.5 مليار دولار "لتمويل الديون المعدومة وتمويلات العملاء " و4.1 مليار دولار "لإنقاص الرسوم المتعلقة بالشهرة التجارية "و362 مليون دولار في صورة رسوم "تتعلق برسملة البرامج".

343 تمت مناقشة تقلص عملية الاستحواذ على كروماتيس في صحيفة The Financial Times بتاريخ 29 أغسطس عام 2001 ، ص 1، وفي عدد 1 سبتمبر و2 سبتمبر عام 2001. صفحة XXIII.

لقد أغلق سهم لوسنت الذي بلغت قيمته 51.062 دولار في 30 يونيو عام 2000 عام 2002 عند سعر وصل 1.26 دولار، وهو ما يعد بمثابة خسارة تقدر بما يقرب من 190 مليار دولار في صورة قيمة سوقية في غضون عامين ونصف العام.

لكـي نتمكـن مـن وصـف شـركة تـايكو إنترناشـيونال المحدودة لا يسعنا سوى إعادة صياغة جملة "وينستون تشرشل" ونقول إنه لم يحدث من قبل أن قام عدد كبير من الأفراد ببيع مثل هذا القدر الهائل لعدد ضئيل على هذا النحو؛ فمنذ عام 1997 وحتى عام 2001 قام هذا التكتل الاقتصادي الذي اتخذ من منطقة برمودا مقرًّا له بإنفاق ما زاد في الإجمالي على 37 مليون دولار كان أغلبها فـي أسـهم بشـركة تـايكو على شراء الشركات بالطريقة نفسها التي كانت تشتري بها "إميلدا ماركوس" أحذيتها؛ ففي العام المالي 2000 وحده كما جاء في التقرير المالي للشركة قامت تايكو بالاستحواذ على ما يقرب من "مائتي شركة"- أي ما يصل في المتوسط إلى شركة كل يومين.

مـاذا كـانت النتيجـة؟ لقـد زاد نمـو تـايكو بصورة غير عادية؛ ففي غضون خمس سنوات زادت العوائد من 7.6 مليون دولار إلى 34 مليار دولار، والدخل التشغيلي من خسارة تقدر بـ 476 مليون دولار إلى أرباح تقدر بـ 2.6 مليـار دولار. لا عجـب إذن أن يصـل إجمـالي القيمـة السوقية إلى 114 مليار دولار في نهاية عام 2001.

ولقد أدارت البيانات المالية لشركة تايكو الرءوس كما كانت الحال مع نموها؛ ففي كل عام كان يظهر فيها مئات الملايين من الدولارات الخاصة برسوم تتعلق بالاستحواذ، ولقد تم تقسيم النفقات إلى ثلاث فئات رئيسية:

1) تكاليف "دمج" أو "إعادة هيكلة" أو تكاليف "غير

متكررة أخرى".

2) "رسوم خفض الأصول المعمرة".

3) عمليات شطب تكاليف الأبحاث وعمليات التطوير التي تم شراؤها في أثناء ذلك.

للإيجاز، سوف نشير إلى النوع الأول من الرسوم بلفظ الفئة (1) والنوع الثاني الفئة (2) والنوع الثالث الفئة (3). كيف ستبدو هذه الرسوم بمرور الوقت؟

وكما تلاحظ، فقد ظهرت رسوم الفئة (1) التي من المفترض أنها غير متكررة طوال أربع سنوات وبلغ إجمالي قيمتها 2.5 مليار دولار. أما الفئة (2) فقد ظهرت بصورة مزمنة وبلغ إجمالي قيمتها ما يزيد على 700 مليون دولار. أما الفئة (3) فقد بلغت نصف مليار دولار 344 .

344 عند وضع الحساب الخاص بعمليات الاستحواذ، أتاح تحميل النفقات على الفئة (3) الفرصة أمام تايكو لخفض نسبة سعر الشراء المخصص للشهرة التجارية. وطالما أنه من الممكن زيادة الفئة (3) في الوقت الذي يتم فيه إلغاء الشهرة التجارية (طبقًا للقواعد المحاسبية المعمول بها آنذاك) خلال فترات زمنية سوف تستغرق عدة سنوات، فإن هذه المناورة جعلت شركة تايكو تتمكن من تخفيف الآثار المترتبة على رسوم الشهرة التجارية على الأرباح المستقبلية.

الجدول 17- 2 شركة تايكو إنترناشيونال

العام المالي	الفئة (1)	الفئة (2)	الفئة (3)
1997	918	148	361
1998	صفر	صفر	صفر
1999	1183	335	صفر
2000	4175	99	صفر
2001	234	120	184
الإجماليات	2510	702	545

تبلغ قيمة الأرقام كما تم تسجيلها بمئات الملايين من الدولارات.

لا تضم إجماليات "عمليات الدمج والاستحواذ"صفقات تجميع المصالح.

المصدر: التقارير السنوية لشركة تايكو إنترناشيونال (التقرير k-10).

ومما لا شك فيه أن المستثمر الذكي سوف يتساءل:

- • إذا كانت إستراتيجية شركة تايكو المتمثلة في تحقيق النمو من خلال الاستحواذ كانت فكرة صائبة: كيف إذن اضطرت الشركة إلى إنفاق 750 مليون دولار سنويًّا لكي تزيل ما خلفته من آثار؟
- • إذا كانت شركة تايكو كما هو واضح لا تنتج شيئًا، وإنما الذي تفعله هو شراء الشركات الأخرى التي تقوم بتصنيع المنتجات فلماذا إذن تعد رسوم الفئة (1) "غير متكـررة"؟ ألا تعـد جزءًا مـن التكـاليف العاديـة التـي تتحملها شركة تايكو لممارسة نشاطها؟
- • ومع التهام الرسوم المحاسبية لعمليات الاستحواذ السابقة الأرباح السنوية، فمن ذا الذي يمكنه التنبؤ بما ستكون عليه الحال في العام التالي؟

وفي حقيقة الأمر فإن المستثمر لا يمكنه معرفة الأرباح السابقة لشركة تايكو. وفي عام 1999 بعد عملية المراجعة المحاسبية التي قامت بها "هيئة الأسواق والأوراق المالية" قامت شركة تايكو بإضافة 257 مليون دولار بأثر رجعي في صورة رسوم الفئة (1) إلى تكاليف عام 1998 ؛ مما يعني أن تلك التكاليف "غير المتكررة" قد تكرر وقوعها في ذلك العام أيضًا. وفي الوقت نفسه قامت الشركة بإعادة تسجيل رسومها التي سبق أن سجلتها بالفعل في عام 1999: لذلك انخفضت رسوم الفئة (1) إلى 929 مليون دولار بينما ارتفعت رسوم الفئة (2) إلى 507 ملايين دولار.

مما لا شك فيه أن شركة تايكو كانت تنمو في الحجم، ولكن هل حققت نموًّا في الأرباح كذلك؟ ما من أحد كان يستطيع الإجابة عن مثل هذا السؤال من خارج الشركة.

النتيجة: خلال العام المالي 2002، فقدت تايكو 9.4 مليار دولار؛ فالسهم الذي بلغ سعر إغلاقه في نهاية عام 2001 نحو 58.90 دولار أنهى عام 2002 عند 17.8 دولار بخسارة تصل إلى 71% خلال اثني عشر شهرًا 345 .

345 في عام 2002 اتُّهِم المدير التنفيذي لشركة تايكو، "إل. دنيس كوزلوفسكي"، من جانب الولاية والسلطات القانونية الفيدرالية بالتهرب من ضرائب الدخل وإساءة تحويل أصول شركة تايكو لخدمة أغراضه الشخصية؛ مثل تخصيص 15 ألف دولار لإقامة حامل مظلة و6 آلاف دولار لشراء ستارة للحمام، ولكنه أنكر كل هذه التهم.

السمك الصغير يلتهم حوتًا

في 10 يناير عام 2000 أعلنت شركتا أمريكا أون لاين، وتايم وارنر أنهما سوف تندمجان في إطار صفقة بلغت قيمتها المبدئية 156 مليار دولار.

واعتبارًا من 31 ديسمبر عام 1999، كانت قيمة أصول شركة أمريكا أون لاين 103 مليارات من الدولارات، في حين بلغت قيمة عوائدها خلال الاثني عشر شهرًا الماضية 5.7 مليار دولار. وعلى الجانب الآخر فإن شركة تايم وارنر كانت تبلغ قيمتها 51.2 مليار دولار وعوائد تصل إلى 27.3 مليار دولار، وكما هو واضح فإن شركة وارنر كانت أضخم حجمًا ولا شك من جميع الجوانب فيما عدا جانبًا واحدًا فقط وهو: قيمة السهم. ونظرًا لأن شركة أمريكا أون لاين قد بهرت المستثمرين فقط لمجرد اشتراكها في صناعة الإنترنت، فإن سهمها كان يباع بما يفوق قيمة أرباحها بـ 164 مرة. أما سهم وارنر الذي كان يضم مجموعة من محطات التلفاز والأفلام والموسيقى والمجلات، فلم تكن قيمته تتعدى قيمة أرباحها بـ 50 مرة.

وعند الإعلان عن الصفقة أطلقت الشركتان عليها اسم "دمج إستراتيجي بين الأنداد" وأعلن "جيرالد إم ليفن"رئيس شركة وارنر قائلًا: "إن الفرص المتاحة لكل من له صلة بشركة أمريكا أون لاين أو شركة تايم وارنر وقبلهم حملة الأسهم بالطبع لا حدود لها".

ولقد وافق حملة أسهم تايم وارنر الذين غمرتهم الفرحة لأن سهمهم سوف يحمل أخيرًا خاتم الإنترنت بالإجماع

على تلك الصفقة ولكنهم أغفلوا عدة نقاط:

- • كان هذا "الدمج بين الأنداد"يهدف إلى منح حملة أسهم أمريكا أون لاين 55% من قيمة الشركة المدمجة بالرغم من أن تايم وارنر كانت تفوق شركة أون لاين حجمًا بنحو خمس مرات.
- • للمـرة الثانيــة خـلال ثـلاث سـنوات كـانت هيئـة الأسـواق والأوراق الماليـة تجـري تحقيقًا حـول ما إذا كانت شركة أمريكا أون لاين قد أساءت حساب تكاليفها التسويقية.
- • لقد كان نصف إجمالي قيمة أصول أمريكا أون لاين التـي تبلـغ 4.9 مليـار دولار يتكـون مـن "أوراق ماليـة جاهزة للبيع". فإذا هبطت أسعار أسهم التكنولوجيا التي يتـم تـداولها علانيـة، فهذا من شأنه أن يمحـو غالبيـة قاعدة أصول الشركة.

النتيجة: في 11 يناير عام 2001، أنهت الشركتان عملية الدمج. وخسرت أمريكا أون لاين تايم وارنر 4.9 مليار دولار في عام 2001، ثم تلتها أفدح خسارة تمنى بها شركة من الشركات في عام 2002 عندما خسرت الشركة 98.7 مليار دولار. وكان مصدر أغلب هذه الخسائر هو طرح أسهم أمريكا أون لاين للاكتتاب. وبحلول نهاية عـام 2002 لـم يكن لدى حملة الأسهم الذين تنبأ لهم "ليفن" بوجود فرص "لا حدود" لها أي شيء يظهرونه سوى خسارة بلغت 80% من قيمة أسهمهم منذ إعلان الصفقة لأول مرة 346 .

346 مصدر كشف المعلومات: "جاسون زفايج" موظف في شركة " Time " إحدى الشركات التابعة لـ "تايم وارنر" سابقًا وهي تعد الآن إحدى وحدات شركة أمريكا أون لاين تايم وارنر.

هل تستطيع أن تطرد الاستثمار بعيدًا عن منتجات الأطفال؟

في 20 مايو عام 1999 قامت شركة إي تويز ببيع 8% من أسهمها للجماهير. وقامت أربعة من أكثر البنوك الاستثمارية في وول ستريت احترامًا: "جولدمان ساكس آند كو"، "بنك بوسطن روبرتسون ستيفنز"، "دونالدسون لوفكين آند جنريت "، و"ميريل لينش آندكو". بطرح 8320000 سهم بسعر 20 دولارًا مما أسهم في جمع 166.4 مليون دولار. ولقد ارتفعت قيمة السهم ارتفاعًا هائلًا وبلغ سعر الإغلاق 76.5625 دولارًا بمكسب يقدر بـ 282.8% في أول أيام تداوله. وبهذا السعر بلغت القيمة السوقية لـ إي تويز (بأسهمها التي تبلغ 102 مليون سهم) 7.8 مليار دولار 347 .

347 لقد طُبع في نشرة إي تويز خريطة على الغلاف تصور رسمًا لشخصية للحيوان آكل النمل الذي يدعي " أرثر" يوضح بأسلوب كوميدي مدى سهولة شراء لعب الأطفال من محلات إي تويز عن أي محل لعب أطفال تقليدي آخر، وكما صرح المحلل "جيل برنسون"، الذي يعمل بهيئة مراقبة عمليات الطرح المبدئي للاكتتاب العام لوكالة الأسوشيتد برس يوم أن طرحت أسهم "إي تويز" للاكتتاب : " لقد أحسنت إي تويز إدارة عملية

تطوير الشركة خلال العام الماضي وأفلحت في أن تجعل نفسها مركزًا لألعاب الأطفال على الإنترنت" وأضاف قائلًا : "إن مفتاح الطرح العام الناجح، وخاصة أسهم شركات الإنترنت، هو التسويق الجيد والاسم الجاري ". لقد كان " برونسون " محقًّا في قوله بصورة جزئية: فهذا هو مفتاح نجاح الطرح العام الناجح بالنسبة للشركة المصدرة ورجال البنوك المتعاملين معها. ولسوء الحظ فإن مفتاح الطرح العام المبدئي الناجح هو الأرباح، والتي لم تكن متوافرة لدى إي تويز.

ما الذي يحصل عليه المشترون مقابل مثل هذا السعر الذي دفعوه؟ لقد ارتفعت مبيعات إي تويز بنسبة 4.261% في العام السابق، وأضافت بذلك 7 آلاف عميل خلال الربع الأخير وحده. ولكن خلال فترة استمرار نشاط الشركة التي امتدت عشرين شهرًا بلغ إجمالي مبيعات الشركة 30.6 مليون دولار، وتكبدت صافي خسارة بلغ 30.8 مليون دولار مما يعني أن إي تويز كانت تنفق دولارين مقابل كل دولار من ثمن بيع اللعب.

وكشفت نشرة طرح الأسهم للاكتتاب العام أن إي تويز كانت تعتزم استخدام بعض المتحصلات الناتجة عن الاكتتاب للاستحواذ على شركة إنترنت أخرى وهي بيبي سنتر، التي فقدت 4.5 مليون دولار على المبيعات التي بلغت قيمتها 4.8 مليون دولار خلال العام السابق (ولإنهاء الصفقة كانت إي تويز سوف تدفع 205 ملايين دولار فقط) وتحتفظ في الوقت نفسه "باحتياطي" من الأسهم العادية يصل إلى 40.6 مليون سهم لمزيد من عمليات الإصدار في المستقبل لصالح الإدارة. وهكذا لو

أن شركة إي تويز حققت ربحًا، فلابد من تقسيمه، ليس على 102 مليون سهم، ولكن على 143 سهمًا؛ ذلك لخفض قيمة أي أرباح مستقبلية للسهم بما يعادل الثلث.

وإذا ما عقدنا مقارنة بين شركة إي تويز وتويز آر إس أكبر منافس لها فسوف نصاب بصدمة؛ فخلال الأشهر الثلاثة الماضية حققت تويز آر إس دخلًا صافيًا بلغ 270 مليون دولار فاقت مبيعاتها مبيعات إي تويز بسبعين مرة خلال عام بأكمله. ومع ذلك، وكما يشير جدول 17-3، فاق تقييم السوق لـ إي تويز التقييم الذي تم لـ تويز آر إس بـ ملياري دولار.

النتيجة: قامت إي تويز في 7 مارس عام 2001 بتقديم طلب إشهار إفلاس بعد تكبدها خسائر تصل إلى 398 مليون دولار خلال حياتها القصيرة كشركة عامة. إن السهم الذي بلغت قيمته 86 دولارًا في أكتوبر 1999 كانت آخر قيمة تم تداوله بها هي بنسًا واحدًا.

جدول 17- 3 قصة لعبة

	إي تويز ربع السنة المنتهية في 31/3/1999	تويز آر إس ربع السنة المنتهية في 1/5/1999
صافي المبيعات	30	2166
صافي الدخل	(29)	27
النقدية	20	289
إجمالي الأصول	31	8067
قيمة السوق للسهم العادي 20/5/1999	7780	5650

جميع المبالغ بملايين الدولارات.

المصدر: ملفات الشركات الموجودة في هيئة الأسواق والأوراق المالية.

الفصل 18

مقارنة ثمانية أزواج من الشركات

سوف ننتهج في هذا الفصل شكلًا غير مألوف من الشرح والتفسير. فمن خلال اختيار ثمانية أزواج من الشركات التي تلازم بعضها، أو تكاد تكون كذلك، بقائمة البورصة، نأمل في أن نوضح بأسلوب واقعي وحي بعضًا من الاختلافات العديدة القائمة في السمات والهياكل المالية والسياسات ومستوى الأداء والتقلبات التي تشهدها المشروعات، وكذلك الاختلافات القائمة في الاتجاهات الاستثمارية والمضاربة التي شهدتها الساحة المالية خلال السنوات الأخيرة. وفي كل مقارنة سوف نعلق على السمات التي لها معنى خاص أو أهمية خاصة.

الزوج الأول: صندوق ريال إستيت إنفستمنت تراست للاستثمار العقاري (المتاجر والمكاتب والمصانع... إلخ) وشركة ريالتي أكويتيز كورب أوف نيويورك، أو شركة نيويورك للاستثمار العقاري (استثمار عقاري وأعمال مقاولات عامة).

لن نستخدم الترتيب الهجائي في أولى المقارنات التي سوف نعقدها، ولهذه المقارنة أهمية خاصة بالنسبة لنا؛ خاصة أنها تجسد كل ما هو معقول ومستقر وجيد بصفة عامة فيما يتعلق بالأساليب التقليدية لإدارة أموال الآخرين، وعلى الجانب الآخر كما هو واضح في الشركة الأخرى سوف نجد أعمال التوسع المتهورة

والتلاعب المالي والتغيرات المستمرة التي عادة ما نجدها في تعاملات الشركات الحالية. وتحمل الشركتان أسماء متشابهة وظلتا لسنوات تظهران جنبًا إلى جنب على قائمة البورصة الأمريكية. ويمكن بسهولة الخلط بين رمزيهما REI و REC على شريط الأسعار، ولكن إحداهما عبارة عن صندوق مقره نيو إنجلند يتولى إدارته ثلاثة أمناء، ويعود تاريخ نشاطها إلى ما يقرب من قرن تقريبًا، ولم تتوقف عن دفع توزيعات أرباحها قط منذ عام 1889 وطوال هذه المدة اتبعت نهجًا حكيمًا فيما تقوم به، وقصرت عمليات التوسع التي تقوم بها على مدى متوسط، وأبقت ديونها في نطاق يمكن السيطرة عليه بسهولة 348 .

348 "جراهام" يصف صندوق الاستثمار العقاري الذي استحوذت عليه مجموعة سان فرانسيسكو ريل إستيت إنفستورز في عام 1983 مقابل 50 دولارًا للسهم. أما الفقرة الثانية فتصف ريالتي إيكويتيز كورب أوف نيويورك.

أما الشركة الأخرى فمشروع تقليدي من مشاريع نيويورك التي حققت النمو فجأة؛ حيث تضخمت أصولها من 6.2 مليون دولار إلى 154 مليون دولار في غضون ثماني سنوات فقط، وكانت ديونها بالحجم نفسه تقريبًا وخرجت تعاملات الشركة من نطاق الاستثمار العقاري إلى مجموعة من الأنشطة المختلفة بما في ذلك مضماران للسباق وأربع وسبعون دار سينما وثلاث وكالات أدبية وشركة للعلاقات العامة وفنادق وسوبر ماركت، إلى جانب امتلاك حصة تبلغ 26% من شركة

منتجات تجميل كبرى (والتي أشهرت إفلاسها عام 1970). 349 إن هذا التكتل الذي يضم مجموعة من الأنشطة صاحبته مجموعة من الأساليب الاستثمارية نتذكر منها ما يلي:

349 لقد كان الممثل "بول نيومان" أحد المساهمين الرئيسيين في ريالتي إيكويتيز كورب أوف نيويورك بعد أن قامت بشراء شركة إنتاج أفلامه، كايوس عام 1969.

1 - 1. سهمًا ممتازًا تدفع عنه توزيعات تقدر بـ 7 دولارات سنويًا، ولكن بقيمة اسمية تصل إلى دولار واحد فقط وتحمل خصمًا تبلغ قيمته دولارًا واحدًا للسهم.

2 - 2. قيمة معلنة للسهم العادي تصل إلى 2500000 دولار (دولار واحد للسهم) ويتم تعويضها وأكثر عن طريق خصم 5500000 دولار في صورة تكلفة لنحو 209 آلاف سهم مكتسب.

3 - 3. ثلاث فئات من صكوك خيارات الأسهم تمنح حقًا لشراء ما يصل إلى 1578000 سهم.

4 - 4. ستة أنواع مختلفة على الأقل من التزامات الديون، في صورة رهن أو طرح للاكتتاب أو أذون عامة أو أوراق دفع للبنوك، "وأذون وقروض وعقود مدفوعة" وقروض مدفوعة لإدارة المشروعات الصغيرة وهي التزامات وصل إجمالي قيمتها لنحو 100 مليون دولار في مارس عام 1969. وفضلًا عن ذلك، كانت تستحق عليها الضرائب والحسابات واجبة السداد.

جدول (18 - 1 أ) الروح الأول ريال إستيب إنفستمنت في مقابل ريالتي إيكويتيز كورب عام 1960

	ريال استيب إنفستمنت تراست	ريالتي إيكويتيز كورب أوف نيويورك
إجمالي العوائد	3585000	1484000 دولار
صافي الدخل	485000	150.000
ربحيه السهم	0.66	0.47
توزيعات السهم	لا شيء	0.10
القيمه الدفتريه للسهم	20 دولارًا	0.4
مدى السعر	12 20	5.375 - 4.75
إجمالي الأصول	22700000س	6200000
إجمالي الخصوم	7400000	5.000.000
القيمه الدفتريه للسهم العادي	15300000	1200000
متوسط قيمة السوق للسهم العادي	12200000	1360000

دعونا أولًا نقدم بعض الأرقام الخاصة بالمشروعين كما ظهرا في عام 1960 (الجدول 18- 1 أ). وسوف نجد هنا أن أسهم الصندوق تباع بما يفوق إجمالي قيمة حقوق الملكية بتسع مرات. وكان لمشروع الصندوق دين صغير نسبيًّا ونسبة أفضل من صافي القيمة إلى الإجمالي، ولكن كان سعر السهم العادي أعلى فيما يتعلق بنسبة ربحية السهم.

وفي الجدول (18- 1ب) نعرض للموقف بعد مرور ثماني سنوات. لقد مضى الصندوق "في طريقة المرسوم في صمت"محققًا ارتفاعًا في عوائده وربحية السهم بما يقرب من ثلاثة أرباع 350 . ، أما شركة ريالتي إيكويتيز فقد تحولت إلى شيء يجمع بين التوحش والضعف.

350 يقتبس "جراهام" هذه العبارة، وهو قارئ شره للشعر، من قصيدة "توماس جراي" بعنوان : " Elegy Written i n a country Churchyard ".

ولكن كيف كان رد فعل وول ستريت إزاء تلك التطورات المعاكسة؟ تمثل رد فعل وول ستريت في إهمال الصندوق، وفي الوقت نفسه منح جل اهتمامه

لشركة ريالتي إيكويتيز. وفي عام 1968 ارتفعت قيمة سهم الشـركة الأخـيرة مـن 10 إلـى 37.75 نقطـة، أما الصـكوك المـدرجة فقـد ارتفعت مـن 6 إلـى 36.5 علـى المبيعات المشتركة لـ 2420000 سهم. وفي الوقت نفسه كانت قيمة أسهم الصندوق ترتفع من 20 إلى 30.25 نقطـة بخطـوات ثابتـة وبمعدل متواضع. وأظـهرت الميزانية العمومية لشركة إيكويتيز خلال شهر مارس عام 1969 قيمة أصول تبلغ 3.41 دولار للسهم، أي ما يعـادل عشـر سـعرها المـرتفع ذلـك العـام. أمـا القيمـة الدفترية للصندوق فقد وصلت إلى 20.85 دولار.

لقد أصبح من الواضح في العام التالي أنه ما من شيء على ما يرام في شركة إيكويتيز، وهبط السعر إلى 9.5 نقطـة. وعنـدما ظهر تقرير شهر مارس 1970 لابد أن المساهمين شعروا كأن قذيفة قد أصابتهم حين قرأوا أن صافي خسارة المشروع بلغ 13200000 دولار، أو 5.17 دولار للسهم ليطيح بذلك بسهمهم السابق. (ولقد تضمن هذا الرقم الكارثة احتياطًا للخسائر المستقبلية بلغت قيمته 8800000 دولار)، ومع ذلك أعلن مديرو الشركة بمنتهى الشجاعة عن دفع توزيعات إضافية تبلغ خمسة سـنتات فـور الإعـلان عـن إغلاق السنة المالية. ولكن لاحـت المزيـد مـن المشـكلات فـي الأفـق؛ فقـد رفض مراجعو حسابات الشركة التصديق على البيانات المالية لعـام 1969- 1970، وتـم تعليـق تـداول الأسهم بسـوق البورصة الأمريكية. ولقد هبط سعر السهم في سوق البيع عبر المكاتب إلى أقل من دولارين للسهم 351 .

351 تـم استبعاد شـركة ريـالتي إيكويتـيز مـن سـوق

البورصة الأمريكية في سبتمبر عام 1973. وفي عام 1974 قامت هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية بمقاضاة محاسبي الشركة بتهمة الاحتيال. وقد اعترف مؤسس الشركة "موريس كورب" فيما بعد بارتكاب جريمة السرقة الكبرى. وفي عامي 1974 و1975 أدت الديون الهائلة التي حذر منها "جراهام" إلى كارثة مالية بين البنوك الكبرى، بما في ذلك بنك تشيس مانهاتن الذي كان يمنح قروضًا ضخمة لأكثر الصناديق العقارية تهورًا.

الجدول (18- 1ب) الروح الأول من الشركات

	ريال إستيت إنفستمنت تراست	ريالتي إيكويتير كورب أوف نيويورك
السعر في 31 ديسمبر عام 1968	26.5	32.5
عدد الأسهم العادية	1423000	2311.000 (مارس 69)
القيمة السوقية للأسهم العادية	-	30000000 أ
القيمة السوقية التقديرية للأسهم العادية والصكوك	-	
الدين	9600000	100800000
السهم الممتاز	-	2900000
إجمالي الرسملة	47400000	208700000
القيمة السوقية للسهم العادي والصكوك المعدلة	-	45
القيمة الدفترية للسهم	20.85 دولار	3.41 دولار
	نوفمبر 1968	مارس 1969
العوائد	6281000 دولار	39706000 دولار
صافي العوائد	2696000	11182000
رسوم العوائد	590000	6684000
ضريبة الدخل	58000 ب	2401000
التوزيعات الممتازة		174000
صافي الأسهم العادية	2.048.000	1943000
بنود خاصة	245000	1896000
الصافي النهائي للأسهم العادية	2293000	47000
الربح قبل البنود الخاصة للأسهم العادية	128دولار	100 دولار
ربحية السهم بعد البنود الخاصة	145	20.
توزيعات السهم العادي	1.20	30.
رسوم الفوائد التي تم الحصول عليها	x 4.6	x 8.1

أ كان هناك صكوك لشراء 1600000 أو المزيد من الأسهم بأسعار مختلفة. كان الإصدار المدرج أو المسجل يباع بما يعادل 30.5 للصك.

ب بصفته صندوقًا للاستثمار العقاري، فإن هذا المشروع لم يكن خاضعًا لضريبة الدخل الفيدرالي في عام 1968.

لقد شهدت أسهم صندوق يِّالِ إستيت إنفستمنت تراست تقلبات سعرية تقليدية بعد عام 1969. وبلغت قيمة الانخفاض 16.5 عام 1970، ثم شهد السهم انتعاشًا؛ حيث ارتفعت قيمته إلى 36.83 عام 1971. ولقد بلغت الأرباح الأخيرة التي تم تسجيلها 1.50 دولار للسهم، وكان السهم يُباع بأعلى من قيمته الدفترية لعام 1970 التي تصل إلى 21.60 دولار. قد تكون هناك مبالغة إلى حد ما في سعر السهم عندما بلغ ذروة ارتفاعه عام 1968، ولكن تمت معاملة المساهمين بمنتهى الأمانة والإخلاص من جانب أمناء الصندوق. أما قصة شركة يِّالِ إستيت إيكويتيز فهي قصة أخرى مختلفة وحزينة.

الزوج الثاني:إير برودكتس آند كيمكالز (للغازات الصناعية والطبية... إلخ) و إير ريدكشن (للغازات والمعدات الصناعية والكيماويات)

إن هاتين الشركتين تشبهان بعضهما البعض عظيم الشبه من حيث الاسم والنشاط أكثر من الزوج الأول من الشركات. إن المقارنة التي نعقدها تعد من النوع التقليدي فيما يتعلق بتحليل الأوراق المالية. أما غالبية الأزواج الأخرى من الشركات فأكثر شذوذًا Heteroclite في طبيعتها 352 . إن شركة إير برودكتس أحدث من شركة ريدكشن، وفي عام 1969 بلغ حجمها أقل من نصف حجم الشركة الأخرى 353 ومع ذلك كانت إصدارات حقوق المساهمين التي تباع في مجموعها بما يزيد على أسهم شركة إيربرودكتس بـ 25%. وكما يبين الجدول (18 - 2) يرجع السبب في ذلك إلى القدرة على

تحقيق الأرباح لشركة إير ريدكشن وسجل نموها القوي. وسوف نلاحظ هنا العواقب التقليدية للمظهر الأفضل من حيث "الجودة". لقد كان سهم إير برودكتس يباع بما يفوق أحدث أرباحه بـ 16.5 مرة بالمقارنة بـ 9.1 مرة فقط لـ إير ريدكشن. لقد باعت. إير برودكتس "بأكثر من قيمة أصولها المضمونة، بينما كان من الممكن شراء سهم إير ريدكشن بـ 75% من قيمتها الدفترية. 354 لقد كانت شركة إير ريدكشن تدفع توزيعات أكثر ولكن قد يعكس ذلك رغبة إير برودكتس بالاحتفاظ بأرباحها. لقد كانت شركة إير ريدكشن تتمتع بموقف أفضل من حيث رأس المال العامل (وفيما يتعلق بهذه النقطة تجدر الإشارة إلى أن الشركة المربحة يمكنها تحسين مركزها المالي إلى الأفضل عن طريق شكل من أشكال التمويل الدائم. ولكن طبقًا لمعاييرنا فإن شركة إيروبرودكتس تعد مثقلة بالسندات).

352 " Heteroclite " مصطلح فني مأخوذ من الألفاظ الكلاسيكية اليونانية التي يستخدمها "جراهام" ليشير إلى معنى غير عادي أو غير مألوف.

353 إن "جراهام" يقصد من خلال " الحجم" المبيعات أو العوائد أي إجمالي المبالغ النقدية بالدولار لكل نشاط من أنشطة كل شركة منها.

354 إن " الأصول المضمونة" والقيمة الدفترية عبارة عن مرادفات، ويوضح الجدول (18 -2) العلاقة بين سعر الأصول أو القيمة الدفترية؛ وذلك من خلال قسمة الخط الأول (السعر في 31 ديسمبر 1969) على القيمة

الدفترية للسهم.

ولو أن المحلل في موقف يسمح له بالاختيار بين الشركتين لم يكن ليجد صعوبة في استنتاج أن إمكانات إير برودكتس تبدو واعدة عن شركة إير ريدكشن. ولكن هل كان هذا كفيلًا بأن يجعل شركة إير برودكتس أكثر جاذبية فيما يتعلق بسعرها المرتفع نسبيًا؟ إننا نشك في أنه يمكن الإجابة عن هذا السؤال بصورة قاطعة. إن وول ستريت بصفة عامة يعطي الأولوية "للجودة"على "الكم" عندما يفكر في سهم ما، بل ومن المحتمل أن يميل غالبية المحللين الماليين إلى "الأفضل" ولكن الأغلى ثمنًا إير برودكتس بدلًا من "إير ريدكشن "الأقل جودة" والأرخص ثمنًا. وسواء كان هذا التفضيل خطأ أو صوابًا فإن هذا أمر متروك للمستقبل الذي لا يمكن التنبؤ به أكثر مما هو متروك لمبادئ الاستثمار الواضحة. وفي المثال الذي نسوقه يبدو أن شركة إير ريدكشن تنتمي للشركات المهمة التي تندرج أسفل فئة المضاعف المنخفض. وإذا ما كان الأمر كما تشير الدراسات المشار إليها عاليه [355] ، فإن هذه المجموعة ككل تعبر عن نفسها بصورة أفضل من الأسهم ذات المضاعف المرتفع، إذن كان ينبغي أن يفضل المحللون إير ريدكشن من الناحية المنطقية ولكن فقط كجزء من عملية تنويع (وفضلًا عن ذلك قد تقود أية دراسة مستمرة ومتأنية للشركات الفردية المحلل إلى نتيجة عكسية، ولكن يجب أن يرجع ذلك إلى أسباب أخرى بخلاف تلك التي سبق أن ذكرناها بالفعل).

..... يقتبس "جراهام" من بحثه الخاص بأسهم

القيمة التي يناقشها في الفصل الخامس عشر. منذ أن أنهى "جراهام" دراساته أكد عدد كبير من الدراسات أن أسـهم القيمـة تفـوقت علـى أسـهم النمـو علـى المـدى الطويل. (إن أغلب الأبحاث الممتازة في مجال العلوم الماليــة الحـديثة تقـدم تأكيـدًا مسـتقلًا لما عبـر عنـه "جراهـام" منـذ عقـود مضت) انظر على سبيل المثال بحث كل من "جيمس إل. ديفيس"، و " يوجين إف. فاما " و " كـينث آر. فـرنش": "سـمات وخصـائص ومتوسط العوائـــــــد : 1929 1997" بمـــــــــوقع http://papers.ssrn.com .

النتيجة: كانت شركة إير برودكتس أفضل من شركة إير ريدكشن في أثناء الانهيار الذي شهده عام 1971؛ حيث هبطت بنسبة 16% مقابل 24% للشركة الأخرى. ومع ذلك تمكنت شركة إير ريدكشن من العودة بصورة أفضل عام 1971؛ حيث سجلت ارتفاعًا وصل إلى 50% عن مســتوى إغــلاق عــام 1969 مقـابل 30% لشـركة إيـر بــرودكتس. فـي هـذه الحالـة كـان لإصـدار المضـاعف المنخفض الميزة على الأقل في الوقت الحاضر 356 .

356 لا تزال شركة إير برودكتس آند كميكالز موجودة إلى الآن ويتم تداول أسهمها وتعد من ضمن شركات مؤشر ستاندرد آند بورز 500 . أما شركة إير ريدكشن؛ فقد أصبحت مملوكة بالكامل كفرع من فروع مجموعة شركات بي أوه سي (التي كان يطلق عليها آنذاك بريتش أكسجين) في عام 1978.

الجدول (18-2) الزوج الثاني

	إير برودكتس آند كيميكالز 1969	إير ريدكشن 1969
السعر /31 ديسمبر عام 1969	39.5	16.375
عدد الأسهم العادية	I5832000	11279000
القيمة السوقيه للسهم العادي	231000000 دولار	185000000 دولار
دين	113000000	179000000
إجمالي رسملة السوق	344000000	364000000
القيمة الدفترية للسهم	2289 دولار	2191 دولار
المبيعات	221500000	487600000 دولار
صافي الدخل	13639000	20326000
ربحيه السهم 1969	2.40 دولار	1.80 دولار
ربحية السهم 1964	1.51	1.51
ربحيه السهم 1959	0.52	1.95
معدل التوزيعات الحالى	0.20	.80
توزيعات منذ:	1954	1917
النسب:		
نسبه السعر إلى الأرباح	×16.5	×9.1
نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	165%	×9.1
عائد التوزيعات	0.5%	4.9%
نسبة الصافي / المبيعات	6.2%	4.25%
نسبه الأرباح إلى القيمه الدفتريه	11%	8.2%
نسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية	×1.53	×3.77
نسبه رأس المال العامل إلى الدين	×0.32	×0.85
نمو ربحية السهم		
عام 1969 في مقابل عام 1964	59%+	19%+
عام 1969 في مقابل 1959	362%+	انخفاض

أ افتراض التحويل إلى الأسهم الممتازة

الزوج الثالث: شركة أمريكان هوم برودكتس (الأدوية، مستحضرات التجميل، المنتجات المنزلية، والحلوى). وشركة أمريكان هوسبيتال سبلاي (موزع ومصنع إمدادات المستشفيات ومعداتها)

كانت هاتان الشركتان تتمتعان "بشهرة تجارية تبلغ قيمتها مليارات الدولارات" في نهاية عام 1969 وتمثلان قطاعات مختلفة من "الصناعة الصحية" سريعة النمو والتي تحقق أرباحًا هائلة. وسوف نشير لهما بكلمتي "هوم" و "هوسبيتال" كل على حدة. ويبين الجدول (18-3) البيانات التي تم اختيارها فيما يتعلق بالشركتين. ويجمع بين الشركتين النقاط الإيجابية

التاليـة: معـدلات النمـو الممتـازة، عـدم حـدوث أيـة انتكاسات لأي منهما منذ عام 1958 (بمعنى ثبات معدل الأرباح الذي يصل إلى 100%) والمركز المالي القوي. ولقد كان معدل نمو هوسبيتال حتى نهاية عام 1969 أعلى من هوم بصورة ملموسة. ومن ناحية أخرى كانت شـركة هـوم تتمتـع بمعـدل ربحيـة أفضل فيما يتعلق بالمبيعات وبرأس المال 357 (وفي حقيقة الأمر فإن معدل ربحية هوسبيتال المنخفض نسبيًا عام 1969 - حيث بلغت نسبتها 9.7% فقط - يثير التساؤل المحير عما إذا كـانت الشـركة تعـد بحـق نشـاطًا مـربحًا آنـذاك بالرغم من معدل نموها السابق الملحوظ فيما يتعلق بالمبيعات والأرباح).

357 يمكنك تحديد الربحية من خلال قياس العائد على المبيعات وعائد رأس المال، وذلك بالإشارة إلى "النسب" في الجدول (18- 3). إن "نسبة الصافي إلى المبيعات" تقيس العائد من المبيعات؛ أما نسبة الأرباح إلى القيمة الدفترية فتقيس العائد الرأسمالي.

إذا ما وضعنا السعر المقارن في الحسبان، فإن شركة هوم كانت تقدم المزيد من المال فيما يتعلق بالأرباح الحالية (أو الماضية) والتوزيعات. إن القيمة الدفترية المتدنية لـ هوم تعكس الغموض أو التناقض في تحليل السهم العادي. فمن ناحية، يعني ذلك أن الشركة تحقق عائـدًا مـرتفعًا على رأس المال وهي تعد بصفة عامة مؤشرًا يدل على القوة والرخاء. ومن ناحية أخرى تعني أن المستثمر عند هذا السعر الحالي معرض بصفة خاصة لأي تغير مهم معاكس فيما يتعلق بموقف الشركة من

الأرباح. وطالما أن شركة هوسبيتال كانت تباع بما يفوق قيمتـها الـدفترية عـام 1969 بـأربع مـرات فـإن هـذه الملحوظة التحذيرية يجب أن تطبق على الشركتين.

الجدول (18-3) الزوج الثالث

	أمريكان هوم برودكتس 1969	أمريكان هوسبتال سبلاي 1969
السعر /31 ديسمبر عام 1969	72	45.85
عدد الأسهم العادية	52300000	33600000
القيمة السوقية للسهم العادي	3800000000 دولار	18000000
الدين	11000000	18000000
إجمالي رسملة السوق	3811000000	1534000000
القيمة الدفترية للسهم	5.73 دولار	7.84 دولار
المبيعات	1193000000	446000000
صافي الدخل	123300000	25000000
ربحية السهم 1969	2.32 دولار	0.77 دولار
ربحية السهم 1964	1.37	0.31
ربحية السهم 1959	.92	0.15
معدل التوزيعات الحالية	1.40	0.24
توزيعات منذ:	1919	1947
النسب:		
نسبة السعر إلى الأرباح	× 31	×58.5
نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	1250%	575%
عائد التوزيعات	1.9%	0.55%
الصافي إلى المبيعات	10.7%	5.6%
الأرباح إلى القيمة الدفترية	41%	9.5%
الأصول الجارية / الخصوم الجارية	×2.6	×4.5
نمو ربحية السهم		
عام 1969 في مقابل 1964	75%+	142%+
عام 1969 في مقابل 1959	161%+	405%

النتائج: إن وجهة نظرنا الواضحة هي أن كلتا الشركتين كانت "ثرية" أكثر مما ينبغي بأسعارهما الحالية؛ بحيث لا يفكر فيهما المستثمر الذي قرر أن يتبع أفكارنا الخاصة بـالاختيار المحـافظ. ولا يعني ذلك أن كلتـا الشـركتين ليست واعدة؛ بل على النقيض من ذلك، فسعرهما كان يبشر "بالخير العميم" أكثر من اللازم بدون أي أداء فعلي كـــاف. ولقــد عكــس ســعر عــام 1969 بالنســبة لكــلا المشروعين تقييمًا للشهرة التجارية يساوي 5 مليارات دولار. ولكـن كـم عـامًا سـوف يسـتغرقه تحويـل عنصـر الشــهرة التجاريــة إلــى صــورة التوزيعــات أو الأصــول الملموسة؟

النتيجة قصيرة الأجل: في نهاية عام 1969 كان لدى السـوق حسـن ظـن أكبـر بـاحتمالات تحقيـق شـركة هوسبيتال للأرباح عن شركة هوم مادام أعطى الشركة الأولى مضاعفًا أعلى من الشركة الثانية. ولكن الإصدار المفضل لدى السوق انخفض بشكل محدود في الأرباح عام 1970، بينما حققت هوم أرباحًا بنسبة 8%. ولكن سـرعان مـا اسـتجاب سـعر السـوق الخـاص بشـركة هوسبيتال لهذا التراجع الطفيف؛ فقد بيع السهم بـ 32 نقطة في فبراير عام 1971 بخسارة بلغت 30% من سعر إغـلاق عـام 1969، بينما تم تقييم شـركة هـوم بنسـبة أعلى بصورة طفيفة عن مستواها المناظر 358 .

358 تعرف شركة أمريكان هوم برودكتس الآن باسم ويــث؛ وتـم إدراج سـهمها بمؤشـر سـتاندرد آنـد بـورز المـركب. أمـا شـركة أمريكـان هوسـبيتال سـبلاي فقد استحوذت عليها شركة باكستر هلث كير كورب عام 1985.

الزوج الرابع: إتش آند آر (خدمات ضرائب الدخل) و بلو بل (مصنعو أزياء العمل والأزياء الموحدة... إلخ).

إن تلـك الشـركات تعـد جـديدة علـى سـوق بورصـة نيويورك؛ حيث تمثل هاتان الشركتان نوعين مختلفين مـن قصص النجـاح؛ فقد شـقت شـركة بلـو بل طريقها الصـعب نحـو النجـاح فـي صـناعة تتمـيز بالمنافسـات حامية الوطيس لتصبح أحد أعمدتها الرئيسية. ولقد تذبذبت أرباحها إلى حد ما نظرًا للظروف التي شهدتها السوق، ولكنها حققت معدلات نمو تثير الإعجاب منذ

عـام 1965. ويعـود نشاط الشركة إلى عـام 1916، أما توزيعها للأرباح فيعود إلى عام 1923. ولكن في نهاية عام 1969 فتر اهتمام السوق بهذا الإصدار؛ حيث بلغت نسبة السعر إلى الأرباح 11% بالمقارنة بـ 17 نقطة لمؤشر "إس آند بي" المركب.

وعلى النقيض من ذلك كان ارتفاع إتش آند آر بلوك سـريعًا. ويعـود تاريخ أول أرقامها المنشورة إلى عام 1961 وهو العام الذي وصلت فيه أرباحها إلى 83 ألف دولار عن عوائد بلغت قيمتها 610 آلاف دولار. ولكن بعد ثماني سنوات، وفي التاريخ الذي أجرينا فيه المقارنة، كانت عوائدها قد بلغت ذروة ارتفاعها؛ حيث وصلت إلى 53.6 مليون دولار، بينما بلغ صافي الربح 6.3 مليون دولار. فـي ذلـك الـوقت كـانت الفرحـة الغـامرة تنتـاب السوق إزاء هذا السهم الذي يؤدي أداءً رائعًا. ولقد كان السعر الذي يصل إلى 55 نقطة في نهاية عام 1969 يفوق قيمة الأرباح التي تحققت خلال الاثني عشر شهرًا الماضية بـ 100 مرة وهي بالطبع أعلى نسبة تتحقق حتى ذلك الوقت. وكان مجموع القيمة السوقية التي تصل إلى 300 مليون دولار لإصدار السهم تصل إلى ما يفوق الأصول الملموسة للسهم بـ 30 مرة تقريبًا [359] وهذا أمر يكاد يكون غير مسبوق في تاريخ التقييمات الجادة لسوق البورصة. (لقد كانت أسهم آي بي إم في ذلك الوقت تباع بما يفوق قيمتها الدفترية بتسع مرات بينما كان سهم زيروكس يباع بما يفوق قيمته الدفترية بإحدى عشرة مرة).

359 إن عبارة "ما يقرب من ثلاثين مرة" يعكسها القيد

2920% أسـفل " نسـبة السـعر إلـى القيمـة الـدفترية" بـالجزء الخـاص بالنسـب (18- 4). إن "جراهـام" كـان سيصاب بالدهشة خلال أواخر عام 1999 وأوائل عام 2000 عنـــدما كـــان يتـــم بـــيع العـــديد مـــن شـــركات التكنولوجيـا المتقـدمة بمـا يفـوق قيمـة أصـولها بمئات المرات (انظر التعليق على هذا الفصل). بالحديث عن " أمـر غـير مسبوق فـي تاريخ تقييمات سوق البورصة الجـادة " لا تزال شـركة إتـش آنـد آر بلـوك شـركة يتم تداولها علانية، أما شركة بلو بل فقد بدأ تداولها سرًّا عام 1984 بسعر 47.50 دولار للسهم.

الجدول (18- 4) الزوج الرابع

	إيتش آند آر بلوك 1969	بلو بل 1969
السعر /31 ديسمبر عام 1969	55	49.75
عدد الأسهم العادية	5426000000	1802000 ا
القيمه السوقيه للسهم العادي	298000000	89500000
الدين	-	-
إجمالي رسمله السوق	298000000	107000000
القيمة الدفترية للسهم	1.89 دولار	34.54
المبيعات	53600000	34.54 دولار
صافي الدخل	6380000	7920000
ربحيه السهم 1969	51. دولار (أكتوبر)	4.47 دولار
ربحية السهم 1964	0.7	2.64
ربحيه السهم 1959	-	1.80
معدل التوزيعات الحالي	0.24	1.80
توزيعات منذ:	1962	1923
النسب:		
نسبه السعر إلى الأرباح	×108	×11.2
نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	2920%	142%
عائد التوزيعات	0.4%	3.6%
الصافي / المبيعات	11.9%	3.9%
نسبه الأرباح إلى القيمه الدفتريه	27%	12.8%
الأصول الجارية إلى الخصوم	×3.2	×2.4
نسبة رأس المال العامل إلى الدين	بدون دين	×3.75
نمو ربحية السهم		
عام 1969 مقابل عام 1964	630%+	68%+
عام 1964 مقابل عام 1959	-	148%+

أ بافتراض تحرير الأسهم الممتازة

إن الجدول (18-4) يبين بالملايين وبالنسب التباين غير العادي في قيم المقارنة لشركة بلوك وشركة بلو بل،

ولقد بلغت ربحية كل دولار في رأس مال شركة بلوك ضعف قيمة ربحية بلو بل، وكذلك كانت نسبة نمو الأرباح خلال السنوات الخمس الماضية أكثر ارتفاعًا عن شركة بلو بل. ولكن كسهم كان بلو بل يباع بثلث إجمالي قيمة بلوك بالرغم من أن حجم نشاط بلو بل كان يبلغ أربعة أمثال حجم نشاط بلوك، وتحقق أرباحًا تفوق أرباحها مرتين ونصفًا لسهمها وأرباحًا تفوق الاستثمار الحقيقي بخمس مرات ونصف وتعطي عائد توزيعات على السعر يبلغ تسعة أمثال شركة بلوك.

نتائج موجزة: إن أي محلل يتمتع بالخبرة سوف يدرك أن شركة بلوك تتمتع بقوة دفع ضخمة؛ مما يوحي بوجود إمكانات ممتازة لتحقيق النمو في المستقبل. وقد يكون لديه بعض الشكوك حول مخاطر المنافسة الشديدة في مجال خدمات ضرائب الدخل نظرًا للعائد الجيد على رأس المال الذي تحققه شركة بلوك1. ولكن إذا وضع المحلل في اعتباره النجاح المستمر لبعض الشركات البارزة مثل إفون برودكتس في الميادين شديدة المنافسة فإنه سوف يتردد في التنبؤ بهبوط منحنى نمو بلوك سريعًا. إن اهتمامه الرئيسي ينصب على استجلاء حقيقة ما إذا كان تقييم الشركة الذي يصل إلى 300 مليون دولار يعد بمثابة إفراط في تقييم كل ما يمكن أن يتوقعه المرء من هذا النشاط الممتاز. وعلى النقيض من ذلك فإنه ينبغي أن يجد المحلل شيئًا من الصعوبة في تزكية بلو بل كشركة جيدة تم تسعيرها بصورة متحفظة.

نتيجة مارس 1971: أدى الذعر الذي ساد عام 1970 إلى

خفض سعر بلو بل بما يصل إلى الربع وسعر شركة بلوك بما يصل إلى الثلث. ولكن انضمت كلتا الشركتين إلى حالة الانتعاش غير العادية للسوق العامة. ولقد ارتفع سعر شركة بلوك إلى 75 نقطة في فبراير عام 1971، ولكن حققت بلو بل تقدمًا هائلًا ما يعادل 109 نقاط (بعد تقسيم السهم بمعدل ثلاثة إلى اثنين) ومن الواضح أن بلو بل كانت سهمًا يصلح للشراء بصورة أفضل من سهم بلوك اعتبارًا من نهاية عام 1969. ولكن حقيقة أن شركة بلوك كانت قادرة على تحقيق ارتفاع بنسبة 35% عن القيمة التضخمية تشير إلى مشاعر القلق التي انتابت المحللين والمستثمرين لقيامهم ببيع الشركات الجيدة على المكشوف سواء بالأقوال أو الأفعال مهما بدا مستوى ارتفاع التقييم 360 .

360 إن "جراهام" يحذر القراء من "وهم المقامر"؛ وذلك حين يظن المستثمرون أن السهم الذي تتم المبالغة في تقديره سوف يهبط سعره لمجرد أنه قد تمت المبالغة في تقديره فحسب. وكما أن العملة لن تنقلب من الصورة إلى الكتابة بعد هبوطها على الصورة تسع مرات متتالية، فإن السهم (أو سوق الأسهم !) الذي تمت المبالغة في تقييمه قد يظل هكذا لفترة طويلة تثير الدهشة؛ مما يجعل البيع على المكشوف أو المراهنة على هبوط قيمة الأسهم أمرًا شديد الخطورة.

الزوج الخامس: شركة إنترناشيونال فلافورز آند فراجرانسز (النكهات... إلخ لصالح المشروعات الأخرى) وشركة إنترناشيونال هارفستر (شركة لتصنيع
الشاحنات، والآلات الزراعية ومعدات البناء).

إن هذه المقارنة ينبغي أن تحمل في طياتها أكثر من مفاجأة؛ فالجميع يعلم جيدًا أن شركة إنترناشيونال هارفستر، إحدى الشركات العملاقة المدرجة بمؤشر داو الصناعي والبالغ عددها ثلاثين شركة 361 . ولكن كم واحدًا منا قد سمع عن شركة إنترناشيونال فلافورز آند فراجرانسز، جارة هارفستر على قائمة بورصة نيويورك؟ ومع ذلك فإن شركة فلافورز كانت تبيع في نهاية عام 1969 بقيمة سوقية تفوق في مجموعها قيمة هارفستر- 747 مليون دولار مقابل 710 مليون دولار. ويعد هذا أمرًا مدهشًا إذا ما وضعنا في الاعتبار أن رأس مال أسهم هارفستر يفوق نظيره بشركة فلافورز بسبع عشرة مرة ومبيعاتها السنوية بسبع وعشرين مرة. وفي حقيقة الأمر، قبل ثلاث سنوات فقط كان صافي أرباح هارفستر أكبر من مبيعات شركة فلافورز عام 1969! فكيف إذن ظهرت أوجه التباين غير العادية تلك؟ إن الإجابة عن هذا السؤال تكمن في الكلمتين السحريتين: الربحية والنمو. لقد أبلت شركة فلافورز بلاءً حسنًا في كلتا الفئتين، أما "هارفستر " فلم تحذ حذوها.

361 لقد كانت شركة إنترناشيونال هارفستر وريث شركة ماكورميك هارفستنج ماشين، الشركة المصنعة لآلة ماكورميك للحصاد التي ساعدت على جعل الولايات الوسطى "سلة غذاء العالم" ولكن واجهت شركة إنترناشيونال هارفستر صعوبات جمة خلال فترة السبعينيات، وفي عام 1985 قامت ببيع نشاط الآلات الزراعية إلى شركة تينكو، وبعد أن غيرت الشركة المتبقية اسمها إلى نافسيتار، تم استبعادها من مؤشر

داو عام 1991 (بالرغم من أنها ظلت أحد أعضاء مؤشر إس آند بي 500). ولقد بلغت القيمة السوقية الإجمالية لسهم إنترناشيونال فلافورز، أحد أعضاء مؤشر إس آند بي 500. 3 مليار دولار في أوائل عام 2003 في مقابل 1.6 مليار دولار لشركة نافيستار.

الجدول (18- 5) الزوج الخامس

	إنترناشيونال هارفستر 1969	إنترناشيونال فلافورز 1969
السعر في 31 ديسمبر عام 1969	24.75	65.5
عدد الأسهم العادية	27329000	11400000
القيمة السوقية للسهم العادي	710000000	747000000
الدين	313000000	4000000
إجمالي رسملة السوق	1023000000	751000000
القيمة الدفترية للسهم	41.70	6.29
المبيعات	2652000000	94200000
صافي الدخل	63800000	13540000
ربحية السهم 1969	2.30	1.19
ربحية السهم 1964	3.39	0.62
ربحية السهم 1959	2.83	.28
معدل التوزيعات الحالي	1.80	.50
توزيعات منذ:	1910	1956
النسب:		
السعر إلى الأرباح	×10.7	×55
السعر إلى القيمة الدفترية	59%	1050%
عائد التوزيعات	7.3%	0.9%
الصافي / المبيعات	2.6%	14.3%
نسبة الأرباح إلى القيمة الدفترية	5.5%	19.7%
الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية	×2	×3.7
نسبة رأس المال العامل إلى الدين	×1.7	كبير
الفائدة المتحققة	(قبل الضريبة) 3.9×	.
نمو ربحية السهم		
عام 1969 مقابل عام 1964	9%+	93%+
عام 1969 مقابل 1959	39%+	326%+

ويروي جدول (18- 5) القصة؛ حيث نجد أن شركة فلافورز حققت ربحًا جيدًا وصل إلى 14.3% من مبيعاتها (قبل سداد ضريبة الدخل كانت النسبة 23%) بالمقارنة بـ 2.6% فقط لـ هارفستر. وبالمثل حققت فلافورز أرباحًا من رأس مال أسهمها بلغ 19.7% مقابل نسبة غير كافية بالمرة لـ هارفستر وصلت 5.5%. وفي غضون خمس سنوات وصل صافي أرباح فلافورز إلى الضعف تقريبًا، أما صافي أرباح هارفستر فقد بقي كما

هو. خلال عامي 1969 و 1959 كانت نتيجة المقارنة متشابهة. إن تلك الاختلافات في الأداء أدت إلى تباين تقييم السوق للشركتين. ولقد بيعت فلافورز عام 1969 بما يفوق آخر أرباحها بخمس وخمسين مرة، أما هارفستر فقد بيعت بما يفوق أرباحها بـ 10.7 مرة. وبالتالي جاء تقييم فلافورز أعلى من قيمتها الدفترية بـ 10.4 مرة، بينما كانت هارفستر تباع بخصم من صافي قيمتها يصل إلى 41%.

التعليق والنتائج: إن أول ملحوظة يمكن إبداؤها هي أن نجاح فلافورز في السوق يعتمد بصفة أساسية على تطوير نشاطها المركزي ولا يضم أي عمليات استحواذ أو هياكل رأسمالية لها وزنها وغير ذلك من الممارسات الأخرى المماثلة التي انتشرت في وول ستريت في السنوات الأخيرة؛ فلقد تمسكت الشركة ببساطة بمبادئها وذاك هو كل ما في الأمر. أما سجل هارفستر فيثير مجموعة أخرى من التساؤلات، ولكنها أيضًا لا علاقة لها بالمستويات المرتفعة من التمويل. لماذا تخفق العديد من الشركات في تحقيق الأرباح خلال سنوات الازدهار العام؟ فما جدوى إقامة نشاط تبلغ قيمته ما يزيد على 2.5 مليار دولار في الوقت الذي لا يستطيع فيه المشروع تحقيق أرباح تبرر استثمار المساهمين؟ مما لا شك فيه أنه ليس منوطًا بنا إيجاد حل لهذه المشكلة ولكننا نصر مع ذلك على أنه لا ينبغي على الإدارة فقط إدراك هذه المشكلة، بل وعلى المساهمين أيضًا بجميع فئاتهم، ولابد من بذل الجهد اللازم لمعالجتها [362] . من ناحية اختيار الأسهم العادية، فلا يستوفي أي من

الإصــدارين معـايـيرنا الخاصــة بسـلامة الاســتثمار وجاذبيته ومعقولية سعره؛ فلقد كانت شركة فلافورز مشروعًا عبقريًا وناجحًا، ولكن تمت المبالغة في تقييم الشـركة. أمـا مسـتوى أداء هارفسـتر فقـد كـان ضعيفًا للغاية لدرجة لا تجعله جذابًا حتى بسعر عليه خصم. (مما لا شك فيه أن هناك قيم أسهم أفضل متاحة بفئة الأسهم).

362 لمزيـد مـن أفكـار "جراهـام" بشـأن الـدور النشـط للمسـاهم انظـر التعليـق علـى الفصـل التاسـع عشـر فـي معـرض انتقـاده لـ هارفسـتر لرفضـها تعظـيم قيمـة المســاهم، تنبــأ "جراهــام" بسـلوك إدارة الشـركة فـي المستقبل. في عام 2001، صوت غالبية حملة الأسهم على إلغاء القيود التي فرضتها "نافيستار" على عطاءات الاستحواذ الخارجية، ولكن رفض مجلس إدارة الشركة ببساطة تنفيذ رغبة حملة الأسهم. إنه لأمر لافت للنظر أن يسـتمر الميـل إلـى الـديكتاتورية فـي ثقافـة بعض الشركات لعدة عقود.

النتائج التي ترتبت على ما حدث في عام 1971: إن سعر هارفستر المنخفض في نهاية عام 1969 وقاها من شر التعرض لمزيد من الهبوط في أثناء الانهيار الذي شـهده عـام 1970؛ فقـد خسـر السـهم 10% فقـط. أمـا فلافـورز فقـد كـانت أكثـر تـأثرًا بـالانخفاض، وبـالفعل انخفضت قيمة السهم إلى 45 نقطة، أي بخسارة تعادل 30%. وفي أثناء فترة الانتعاش التي تلت ذلك ارتفعت قيمة السهمين لمستوى أعلى من مستوى إغلاق عام 1969. ولكن سرعان ما هبط سهم هارفستر إلى مستوى

25 نقطة.

الزوج السادس : ماكجرو إديسون (شركة مرافق عامة ومعدات وأدوات منزلية)، وماكجرو هيل (شركة لطباعة الكتب والأفلام ونظم التدريس ونشر الصحف والمجلات وتقديم خدمات المعلومات).

إن هاتين الشركتين اللتين تتشابه أسماؤهما - وسوف ندعوهما في بعض الأحيان إديسون و هيل - شركتان ناجحتان في مجالات مختلفة تمام الاختلاف عن بعضهما البعض. لقد اخترنا 31 ديسمبر عام 1968 كتاريخ عقد المقارنة بين الشركتين. كما هو موضح في الجدول (18- 6). لقد كان الإصداران يباعان بالسعر نفسه تقريبًا، ولكن بسبب ضخامة رسملة هيل تم تقييمها بضعف قيمة إجمالي رسملة الشركة الأخرى. وقد يبعث هذا الاختلاف على الدهشة ما دامت أن إديسون تفوق هيل في المبيعات بنسبة 50% وما يفوق صافي الأرباح بربع هذه النسبة. ونتيجة لذلك سوف نجد أن النسبة الرئيسية أو مضاعف الأرباح كان يزيد على الضعف بالنسبة لشركة هيل بالمقارنة بشركة إديسون. ويمكن تفسير هذه الظاهرة باستمرار الشعور بالحماسة القوية والتحيز الذي أظهرته السوق نحو أسهم شركات النشر، والتي تم طرح العديد منها للتداول العام في أواخر الستينيات 363 .

363 لقد ظلت ماكجرو هيل شركة يتم تداولها علنيًا وتمتلك من بين أنشطة أخرى مجلة " *Business Week* " وشركة ستاندرد آند بورز . أما شركة ماكجرو إديسون

فقد أصبحت فرعًا من شركة كوبر إندستريز.

وفي حقيقة الأمر بحلول نهاية عام 1968 كان من الواضح أن ذلك الحماس قد تجاوز الحد؛ فقد كانت أسهم "هيل" تباع بـ 56 نقطة عام 1967، أي ما يزيد على 40 ضِعف الأرباح التي تم تسجيلها لعام 1966. ولكن حدث هبوط طفيف عام 1967، ثم زاد الانخفاض في عام 1968. وهكذا تم تطبيق المضاعف المرتفع الجاري الذي يصل إلى 35 نقطة على شركة أظهرت تراجعًا في الأرباح طوال عامين. ومع ذلك كان السهم لا يزال يقيم بما يفوق ما يسانده من أصول ملموسة بثماني مرات؛ مما يشير إلى وجود عنصر شهرة تجارية لا يربو كثيرًا على مليار دولار! وهكذا يبدو أن السعر يجسد على حد قول د. "جونسون" المشهور "انتصار الأمل على الخبرة".

وعلى النقيض من ذلك، كان يبدو أن إديسون قد تم تقييمها بسعر معقول بالنسبة لمستوى السوق العامة (المرتفعة) ولمستوى الأداء العام للشركة ومركزها المالي.

النتائج التي ترتبت على ما حدث في أوائل عام 1971: لقد استمر تدهور أرباح ماكجرو هيل خلال عام 1969 وعام 1970؛ حيث انخفض إلى 1.02 دولار ثم إلى 0.82دولار للسهم. وفي أثناء التدهور الشديد الذي حدث في مايو عام 1970، تعرض السعر للطمة شديدة جعلته يتدنى حتى 10 نقاط أي إلى ما يصل إلى خُمس السعر الذي كان عليه منذ عامين، ولكنه شهد حالة من الانتعاش فيما بعد، ولكن الارتفاع الذي بلغ 24 نقطة في

مايو عام 1971 كان لا يزال يبلغ 60% فقط من سعر إغلاق عام 1968. أما ماكجرو إديسون فقد ظهرت بمظهر جيد؛ حيث هبطت إلى 22 نقطة عام 1970 لترتفع ارتفاعًا كاملًا لتصل إلى 41.5 في مايو عام 1971 364 .

364 يشير "جراهام" بعبارة"في أثناء التدهور الذي حدث في شهر مايو عام 1970 " إلى خسارة سوق الأسهم الأمريكية التي بلغت 5.5%. ومنذ نهاية مارس وحتى نهاية يونيو عام 1970 فقد مؤشر "إس آند بي 500" 19% من قيمته، وهو ما يعد واحدًا من أسوأ العوائد التي يصل مداها إلى ثلاثة أشهر في تاريخ البورصة.

الجدول (18- 6) الزوج السادس

	ماكجرو إديسون 1968	ماكجرو هيل 1968
السعر في 31 ديسمبر عام 1968	37.10	39.75
عدد الأسهم العادية	13717000	24200000 ا
القيمه السوقيه للسهم العادي	527000000	962000000
الدين	6000000	53000000
إجمالي رسمله السوق	533000000	115000000
القيمة الدفترية للسهم	20.53 دولار	5 دولار
مبيعات	568600000	398300000
صافي الدخل	33400000	26200000
ربحيه السهم 1968	2.44 دولار	1.13 دولار
ربحية السهم 1963	1.20	0.66
ربحيه السهم 1958	1.02	.46
معدل التوزيعات الحالي	1.40	.70
توزيعات منذ:	1934	1937
النسب:		
السعر إلى الأرباح	× 15.5	×35
السعر إلى القيمة الدفترية	183%	795%
عائد التوزيعات	3.7%	1.8%
الصافي إلى المبيعات	5.8%	6.6%
نسبه الأرباح إلى القيمة الدفتريه	11.8%	22.6%
الأصول الجاريه إلى الخصوم الجارية	×3.95	×1.75
نسبه رأس المال العامل إلى الدين	كبير	×1.75
نمو ربحيه السهم		
عام 1968 في مقابل 1963	104%+	71%+
عام 1968 في مقابل 1958	139%+	146%+

أ بافتراض تحويل الأسهم الممتازة

لقـد واصـلت مـاكجرو هيـل طريقـها كشـركة قويـة ومزدهرة، ولكن يجسد تاريخ سعرها كما في حالات أخـرى مخـاطر المضـاربة فـي مثـل هذه الأسهم التـي أحـــدثها وول ســتريت مـن خـلال تيـارات التفـاؤل والتشاؤم غير المنتظمة التي تجتاحه.

الزوج السابع: ناشيونال جنرال (تكتل ضخم) و ناشيونال برستو آند إندستريز (آلات ومعدات كهربائية مختلفة).

إن الشــركتين تثــيران الرغبــة فــي مقارنتـهما لأنـهما مختلفتان تمام الاختلاف عن بعضهما البعض. وسوف ندعوهما جنرال وبرستو، ولقد وقع اختيارنا على نهاية عام 1968 كتاريخ دراستنا؛ لأن عمليات الإلغاء التي قامت بها شركة جنرال في عام 1969 جعلت أرقام ذلك العام شديدة الغموض. لم يكن أحد يستسيغ أنشطة جنرال واسعة الانتشار قبل عام، ولكنها كانت تقدم باقة مختلفة تناسب أذواق الجميع، وكما جاء في الوصف الموجز لهذه الشركة في دليل الأسهم : "سلسلة مسارح بجميع أنحـاء البـلاد، إنتاج أفلام وإنتـاج تليفزيوني، مؤسسة ادخار وقروض، دار نشر"، ويمكن أن يضاف إليــها آجــلًا أو عـاجلًا: "تـأمين، اســتثمار مصـرفي، تســجيلات وأشـرطة موسـيقى، وخـدمات كمبـيوتر عقـارات، فضلًا عن امتلاك حصة بشركة برفورمانس سيستمز (تم تغيير الاسم مؤخرًا بعد أن كان ميني بيرلز تشكن سيستم)"، ومن ناحية أخرى اتبعت شركة برستو برنامج تنويع كذلك، ولكن بالمقارنة ببرنامج جنرال يعد متواضعًا بالتأكيد. إن شركة برستو التي بدأت بوصفها

المصنع الرئيسي لأواني الضغط أصبح لها فروع تقوم بإنتاج مختلف الأدوات المنزلية والآلات الكهربائية الأخرى. وقامت كذلك بتنفيذ عدد من عقود المعدات نيابة عن الحكومة الأمريكية.

إن الجدول 18- 7 يلخص أداء الشركات في نهاية عام 1968. إن الهيكل الرأسمالي لـ بريستو كان سهلًا وبسيطًا للغاية، فهو لا يتعدى 1478000 سهم عادي تباع في السوق بقيمة 58 مليون دولار. وعلى النقيض من ذلك، كانت شركة جنرال تمتلك ما يزيد على ضعف عدد هذه الأسهم العادية، بالإضافة إلى إصدار ممتاز قابل للتحويل إلى جانب ثلاثة إصدارات من صكوك الأسهم يمكنها استدعاء عدد هائل من الأسهم العادية، إلى جانب إصدار سندي مرتفع القيمة وقابل للتحويل (يُمنح مقابل سهم شركة تأمين) وفوق هذا وذاك كانت الشركة تمتلك عددًا ضخمًا من السندات غير القابلة للتحويل. ولقد أدى ذلك إلى زيادة رسملة السوق التي تبلغ 534 مليون دولار بدون حساب السندات القابلة للتحويل و750 مليون دولار بما في ذلك هذا الإصدار. وعلى الرغم من ضخامة رأس مال شركة ناشيونال جنرال فإنها لم تصل إلى نفس مستوى حجم نشاط برستو، ولم تحقق سوى 75% فقط من صافي الدخل الذي حققته برستو.

إن تحديد القيمة السوقية الحقيقية لرسملة السهم العادي لـ جنرال يمثل مشكلة تثير الاهتمام بالنسبة لمحللي الأوراق المالية ولها تداعيات مهمة بالنسبة لمن يولي اهتمامًا حقيقيًا للسهم على أسس أكثر جدية من

المقامرة الصريحة. ومن السهل تناول السهم الممتاز القابل للتحويل الذي تبلغ قيمته 4.5 دولار؛ وذلك بتحويله إلى سهم عادي إذا كان يباع بمستوى مناسب في السوق. وهذا ما فعلناه في الجدول 18-7. ولكن تتطلب الصكوك معاملة مختلفة. فعند حساب أساسي "خفض القيمة كاملة" تستخدم الشركة جميع الصكوك وتستخدم المتحصلات في سداد الديون إلى جانب استخدام الموازنة لشراء الأسهم العادية. ولكن جميع تلك الافتراضات لم تُحدِث أي تأثير على ربحية السهم في عام 1968، والتي ذكرت التقارير أنها وصلت إلى 1.51 دولار قبل وبعد مخصص التخفيف. ولكن نحن نعتقد أن هذا الأسلوب غير منطقي وغير واقعي. ففي اعتقادنا أن هذه الصكوك تمثل جزءًا من "حزمة الأسهم العادية" وقيمتها السوقية تمثل جزءًا من "القيمة السوقية الفعلية" لعنصر الأسهم العادية في رأس المال (انظر مناقشتنا لهذه النقطة). إن هذا الأسلوب البسيط الذي يتمثل في إضافة السعر السوقي للصكوك إلى السعر السوقي للسهم العادي له تأثير جذري على المظهر الذي بدت به شركة ناشيونال جنرال في نهاية عام 1968 كما يبدو من الحساب الموجود في الجدول 18 - 7. وفي حقيقة الأمر فإن "السعر السوقي الحقيقي" للسهم العادي اتضح أنه يبلغ ضعف قيمة رقم التسمية السعرية. وهكذا فإن المضاعف الحقيقي لأرباح عام 1968 قد زادت قيمته لأكثر من الضعف ليصل إلى 69 مرة. ولقد أصبح بعدها إجمالي "معادِلات السهم العادي" 413 مليون دولار وهو ما يفوق قيمة الأصول الملموسة.

الجدول (18- 7) الزوج السابع

	ناشيونال جنرال 1968	ناشيونال برستو إندستريز 1968
السعر في 31 ديسمبر عام 1968	44.25	38.10
عدد الأسهم العادية	l4330000	1478000
القيمة السوقية للسهم العادي	192000000	58000000
إضافة قيمة سوقية لثلاثة إصدارات من الصكوك	221000000	-
إجمالي قيمة الأسهم العادية والصكوك	413000000	-
إصدارات ممتازة	121000000	-
إجمالي رسملة السوق	534000000	58000000
السعر السوقي للسهم العادي المعدل من أجل الصكوك	98	-
القيمة الدفترية للسهم العادي	31.50	26.30
مبيعات وعوائد	117600000	152200000
صافي الدخل	6121000	8206000
ربحية السهم عام 1968	1.42(ديسمبر)	5.61
ربحية السهم عام 1963	0.96 (سبتمبر)	1.03
ربحية السهم عام 1958	0.48 (سبتمبر)	77.
معدل التوزيعات الحالي	0.20	.80
توزيعات منذ	1964	1945
نسب:		
نسبة السعر إلى الأرباح	69×ب	×6.9
نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	310%	142%
عائد التوزيعات	0.5%	2.4%
نسبة صافي الدخل إلى المبيعات	5.5%	5.4%
نسبة الأرباح إلى القيمة الدفترية	4.5%	21.4%
نسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية	×1.63	×3.40
نسبة رأس المال العامل إلى الدين	0.21	بدون دين
النمو في ربحية السهم		
عام 1968 مقابل عام 1963	48%+	450%+
عام 1968 مقابل عام 1960	195%+	630%+

أ افتراض تحويل السهم الممتاز.

ب مُعدَّل من أجل السعر السوقي للصكوك.

إن تلك الأرقام تبدو أكثر شذوذًا عند مقارنتها بالأرقام الخاصة بشركة برستو. والسؤال الذي يفرض نفسه هنا هو كيف يتم تقييم برستو بما يفوق أرباحها الجارية بـ 6.9 مرة، في حين أن مضاعف جنرال يفوق ذلك الرقم بعشر مرات. إن نسب شركة برستو مرضية للغاية. إن النسب الخاصة بالنمو كانت مرضية للغاية لدرجة أنها كانت تبعث على الشك في واقع الأمر. ونحن نعني بذلك أن الشركة كانت تستفيد استفادة هائلة من أنشطتها الخاصة بالحرب؛ لذلك ينبغي على حملة الأسهم أن يستعدوا لبعض الانخفاض في الأرباح في ظل ظروف

السلام، ولكن فيما يتعلق بالتوازن فإن برستو استوفت جميع شروط الاستثمار السليم معقول السعر. أما شركة جنرال فتجمع صفات "التكتلات" التقليدية التي ظهرت في أواخر الستينيات المليئة بسمات الشركات وملامحها العظيمة، ولكنها تفتقر إلى وجود قيمة حقيقية تقف خلف التسمية السعرية للسوق.

النتيجة: لقد واصلت شركة جنرال سياستها الخاصة بالتنويع عام 1969 في الوقت الذي زاد فيه دينها، ولكنها قامت بإلغاء الملايين منها، خاصة في قيمة استثمارها في صفقة ميني بيرل تشيكن. ولقد أظهرت الأرقام النهائية خسارة تصل إلى 72 مليون دولار قبل الخصم الضريبي، و46.4 مليون دولار بعد الخصم الضريبي. ولقد هبطت قيمة الأسهم إلى 16.5 في عام 1969 وإلى 9 نقاط في عام 1970 (أي ما يعادل 15% فقط من الارتفاع الذي وصل إلى 60 نقطة عام 1968). ولقد أشارت التقارير إلى أن أرباح عام 1970 كانت 2.33 دولار للسهم المخفف، بينما شهد السعر حالة انتعاش ووصل إلى 28.5 عام 1971. أما ناشيونال برستو فقد تمكنت بطريقة أو بأخرى من زيادة ربحية سهمها في عام 1969 وعام 1970، لتحقق بذلك نموًّا مستمرًّا في الأرباح طوال 10 سنوات دون انقطاع. ومع ذلك هبط سعرها إلى 21.5 نقطة في أثناء التدهور الذي شهده عام 1970. ولقد كان هذا رقمًا مثيرًا للاهتمام خاصة أنه كان أقل من آخر الأرباح التي تم تسجيلها بأربع مرات وأقل من صافي الأصول الجارية المتاحة للسهم آنذاك. وفي أواخر عام 1971 نجد أن سعر ناشيونال برستو

كان أعلى بنسبة 60%، أي عند 34 نقطة، ومع ذلك تظل مثل هذه النسب مثيرة للدهشة. إن رأس المال الهائل لا يزال مساويًا للسعر الحالي، الذي يفوق بدوره آخر الأرباح التي تم تسجيلها بـ 5.5 مرة. وإذا تمكن المستثمر من العثور على عشرة من مثل هذه الإصدارات، بغية التنويع، فعليه أن يثق تمام الثقة من تحقيقه لنتائج مُرضية 365 .

365 إن ناشيونال بريستو تظل شركة يتم تداولها علانية أما ناشيونال جنرال فقد تم الاستحواذ عليها عام 1974 من جانب مجموعة شركات أخرى مثيرة للجدال وهي، أمريكان فاينانشيال جروب التي كانت لها مصالح في مجالات مثل محطات التليفزيون الخاصة والمصارف والعقارات والصناديق المشتركة والتأمين. وتعد مجموعة شركات إيه إف جي الملاذ الأخير لبعض من أصول شركة بن سنترال كورب (انظر الفصل 17).

الزوج الثامن: شركة وايتنج (معدات التعامل مع المواد) وشركة ويلكوكس آند جيبز (مجموعة شركات صغيرة).

إن هذا الزوج من الشركات يجاوران بعضهما على قائمة بورصة الأسهم ولكنهما لا يتلامسان. إن المقارنة الواردة في الجدول (18- 8أ) تجعل المرء يتساءل بينه وبين نفسه عما إذا كان وول ستريت مؤسسة عاقلة وحكيمة، فالشركة ذات المبيعات والأرباح المحدودة التي تمتلك نصف أصولها في صورة أسهم عادية كانت تباع بما يفوق مجموعة قيمة الشركة الأخرى بأربع مرات. وفي الوقت نفسه كانت الشركة التي تم تقييمها بمعدل أعلى

على وشك تكبد خسارة هائلة بعد حساب الرسوم الخاصة ولم تدفع أي توزيعات طوال ثلاثة عشر عامًا. أما الشركة الأخرى فقد كان لها سجل طويل من الأرباح المرضية وكانت تدفع توزيعات منذ عام 1936، وكانت تدر أعلى عوائد توزيعات على قائمة الأسهم العادية بأسرها. ولتوضيح التباين في الأداء بين الشركتين في الجدول (18 - 8ب) ملحق يضم سجل الأرباح والأسعار خلال الفترة ما بين عامي 1961 و 1970.

الجدول (18- 8 أ) الروح الثامن

	وابتنج 1969	ويكلوكس آند جبر 1969
السعر في 31 ديسمبر عام 1969	17.75	15.5
عدد الأسهم العادية	570000	2381000 دولار
القيمة السوقية للسهم العادي	10200000	36900000
الدين	1000000	5900000
الأسهم الممتازة	-	1800000
إجمالي رسملة السوق	11200000 دولار	44600000 دولار
القيمة الدفترية للسهم	25.39	3.29 دولار
المبيعات	42200000 (أكتوبر)	29000000 (ديسمبر)
صافي الدخل قبل البنود الخاصة	1091000	347000
صافي الدخل بعد البنود الخاصة	191000	1639000 ع
ربحية السهم عام 1969	1.91 دولار (أكتوبر)	.08 دولار
ربحية السهم عام 1964	1.90 (أبريل)	.13
ربحية السهم عام 1959	.42 (أبريل)	.13
معدل التوزيعات الحالي	1.50	-
التوزيعات منذ	1954	(لا شيء منذ 1957)
النسب:		
نسبة السعر إلى الأرباح	×9.3	كبير جدًا
نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	700%	4700%
عائد التوزيعات	8.4%	-
نسبة صافي الدخل إلى المبيعات	3.2%	أ0.1%
نسبة الأرباح إلى القيمة الدفترية	7.5%	أ2.4%
نسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية	×3	×1.55
رأس المال العامل إلى الدين	× 9	× 3.6
نمو ربحية السهم		
عام 1969 مقابل عام 1964	متعادل	منخفض
عام 1969 مقابل عام 1959	+354%	منخفض

أ قبل الرسوم. ع. عجز مالي

الجدول (18_ 8 ب) سجل عشر سنوات من السعر والأرباح لشركة وايتنج و ويلكوكس آند حبير

السنة	وايتنج كورب		ويلكوكس آند حبير	
	ربحية السهم أ	مدى السعر	ربحية السهم	مدى السعر
1970	1.81 دولار	16.25 -22.5	0.34 دولار	4.5_18.5
1969	2.63	17.75 - 37	0.05	8.75 20.10
1968	3.63	28.25 -43.125	0.35	8.75 – 20.125
1967	3.01	25 / 36.5	0.47	4.75 – 11
1966	2.49	19.25 – 30.25	0.41	3.75 – 8
1965	1.90	18 -20	0.32	6.125 – 10.375
1964	1.53	8 -14	0.20	4.5 – 9.5
1963	0.88	9 -15	0.13	4.75 – 14
1962	0.46	6.5 -10	0.04	8.25 – 19.75
1961	0.42	7.75 – 12.5	0.03	10.5 – 19.5

أ انتهى العام بعد 30 أبريل.

إن تاريخ الشركتين يلقي ضوءًا على تطوير الأنشطة متوسطة الحجم في هذا البلد بالمقارنة بالشركات الأضخم حجمًا التي ظهرت بصفة رئيسية على معظم صفحات هذا الكتاب. لقد تم إنشاء شركة وايتنج عام 1896 وهكذا يعود تاريخها إلى خمسة وسبعين عامًا على الأقل، وفيما يبدو أنها تمسكت خلال تلك الفترة بنشاطها في مجال التعامل مع المواد وأبلت بلاءً حسنًا طوال تلك العقود. أما شركة و يلكوكس آند جيبز فيعود تاريخ إنشائها إلى أبعد من ذلك إلى عام 1866 وكانت معروفة في مجالها بأنها المصُنع البارز لماكينات الخياطة الصناعية وخلال العقد الماضي اتبعت سياسة تنويع فيما بدا شكلًا غريبًا؛ فمن ناحية كان لديها عدد من الشركات التابعة لها (أربعة وعشرين فرعًا على الأقل) وتقوم بتصنيع مجموعة من المنتجات المنوعة بصورة مذهلة، ولكن من ناحية أخرى فإن مجموعة الشركات ككل لم تحقق سوى نتائج محدودة طبقًا للمعايير العادية.

إن تطورات الأرباح في شركة واينتج تجسد شروط

ممارســة النشاط التـي وضـعناها للشـركات؛ فـالأرقام توضح معدل نمو مطرد ومثير للإعجاب؛ حيث ارتفعت قيمة السهم من 41 سنتًا في عام 1960 إلى 3.63 دولار عام 1968. ولكنها لم تحمل أي ضمان على استمرار مثل هذا النمو لأجل غير مسمى. أما الهبوط الذي تبع ذلك إلى 1.77 دولار طوال اثني عشر شهرًا تنتهي في يناير عام 1971 فلم يكن سوى انعكاس للبطء الذي اعترى حركة الاقتصاد ككل. ولكن جاء رد فعل سعر السهم بصورة حادة؛ حيث هبط بنسبة 60% من الارتفاع الذي شـهده عـام 1968 (43.5) إلـى إغـلاق عـام 1969. إن تحليلنا يشير إلى أن الأسهم تمثل استثمارًا ثانويًّا جيدًا وجذابًا يلائم المستثمر المغامر كجزء من مجموعة من تلك الالتزامات.

النتيجة: لقد تعرضت شركة ويلكوكس آند جيبز إلى خسـارة تشـغيلية محـدودة خـلال عـام 1970. ولقـد انخفض السعر إلى 4.5 ثم ارتفع كالمعتاد إلى 9.5 في فبراير عام 1971. وسوف يكون من الصعب تبرير السعر من الناحية الإحصائية. أما شركة وايتنج فقد تعرضت لانخفـاض طفيف نسبيًّا وصل إلى 16.75 عـام 1970 (وعند هذا السعر كانت تبيع بما يقرب من قيمة الأصول الجارية المتاحة للأسهم) وظلت أرباحها عند سعر 1.85 دولار للسـهم حتـى يوليو عـام 1971، وفـي أوائل عـام 1971 ارتفع السعر إلى 24.5 نقطة، وهو ما كان يعد سعرًا معقولًا بدرجة كافية ولكنه لم يعد "منخفضًا" طبقًا لمعاييرنا 366 .

ان شركة وايتنج انتهت من إنشاء فرع لها وهو

ويلابراتور فراي ولكن تمت خصخصتها عام 1983. شركة ويلكوكس آند جيبز هي ملك الآن لشركة جروب ريكسيل إحدى الشركات التي تقوم بتصنيع المعدات الكهربائية وهي فرع من فروع مجموعة شركات بينو برينتيبس ريدوت الفرنسية. يتم تداول أسهم شركة ريكسيل ببورصة باريس.

ملاحظات عامة

إن الإصدارات التي وردت في المقارنات التي عقدناها قد وقع عليها الاختيار بعد تفكير طويل؛ لذلك لا يمكن القول بأنه اختيار عشوائي لقائمة أسهم عادية. إن الأسهم التي تم انتقاؤها مقصورة على القطاع الاقتصادي والجوانب المهمة من المرافق العامة وشركات النقل، أما المؤسسات المالية فلا تظهر في المقارنات التي عقدناها. إن هذه الشركات تختلف من حيث الحجم وخطوط الإنتاج والنواحي الكمية والنوعية؛ وذلك لتوضيح فكرة الخيارات المتاحة أمام المستثمر على صعيد الأسهم العادية.

إن العلاقة القائمة بين السعر والقيمة المشار إليها اختلفت اختلافًا شاسعًا من حالة إلى أخرى. وفي أغلب الأحيان كانت الشركات التي لها سجل أفضل في تحقيق معدلات نمو وربحية مرتفعة تباع بمضاعفات أعلى من الأرباح الحالية وهو أمر منطقي بدرجة كافية بصفة عامة. وسواء كانت الاختلافات المحددة في نسب السعر إلى الأرباح "تبررها" الحقائق أو سوف تثبت صحتها التطورات المستقبلية فهذا أمر لا يمكن الإجابة

عنه بثقة. ومن ناحية أخرى لدينا بضعة أمثلة قليلة يمكن الوصول من خلالها إلى حكم له قيمته. وتضم هذه الأمثلة جميع الحالات التي شهدت نشاطًا مكثفًا للسوق، خاصة الشركات التي حامت الشكوك حول مدى جودة نشاطها الأساسي. إن مثل هذه الأسهم لا تنطوي على المضاربة فحسب مما يعني أن بها مخاطرة وإنما تعني أنه قد تمت المبالغة في تقييمها. وهناك إصدارات أخرى بدت كأنها تستحق أكثر من ثمنها بعد أن تأثرت بالموقف المضاد للسوق وهو ما يمكن أن يطلق عليه "مضاربة أقل مما يجب"- أو بسبب التشاؤم الذي لا مبرر له نظرًا لتضاؤل الأرباح.

لقد أوردنا في الجدول (18 -9) بعض البيانات عن تقلبات سعر الإصدارات التي تناولناها في هذا الفصل، ولقد شهدت غالبيتها انخفاضات هائلة بين عام 1961 وعام 1962 وكذلك من الفترة ما بين عامي 1969 و 1970. من الواضح أن المستثمر يجب أن يكون مستعدًّا لمثل هذا النوع من التحركات العكسية من جانب السوق في المستقبل. في الجدول (18- 10) نتناول التقلبات السعرية السنوية للسهم العادي لشركة ماكجروهيل خلال الفترة ما بين عام 1958 و 1970. وسوف تلاحظ أنه خلال كل فترة امتدت إلى ثلاثة عشر عامًا فإن ارتفاع السعر أو انخفاضه تراوح ما بين نقطتين أو ثلاثة من عام إلى آخر (في حالة ناشيونال جنرال فإن تقلبات بهذا الحجم سواء بالارتفاع أو الانخفاض كانت تظهر كل فترة تصل إلى عامين).

الجدول (18- 9) بعض التقلبات السعرية لـ 16 سهمًا عاديًا (معدلة من أجل تقسيم السهم خلال عام 1970)

	مدى السعر من عام 1936 1970	التدهور 1961 إلى 1962	التدهور 1968_69 إلى 1970
إيروبرودكتس آند كيمكالز	49 1.375	21.625 43.25	31.375 49
"إير ريدكشن"	45.75 9.375	12 22.5	16 37
أمريكان هوم برودكتس	72 .0.875	22 44.75	51.125 72
أمريكان هوسبيتال سبلاي	47.5 0.75	5.75 11.625	36.75 47.5 أ
إنش آند أريلوك	68.5 0.25	-	37.125 68.5أ
بلو بل	55 8.75	16 25	26.5 44.75
إنترناشيونال فلافورز آند فراجرانسز	67.5 4.75	8 4.5	66.375 44.875
إنترناشيونال هارفستر	53 6.25	4.5 8	22 38.75
ماكجرو إديسون	64.25 1.25	19.25 28.75	8/5 21 44.75
ماكجرو هيل	65.5 1.25	9.125 21.5	10.25 54.625
ناشيونال جنرال	60.5 3.625	4.75 14.875ب	9 60.5
ناشيونال برستو	45 0.5	8.25 20.625	21.5 45
ريال إستيت إنفستمنت تراست	30.25 10.5	15.25 25.125	16.375 30.25
ريالتي إكويتيز أوف نيويورك	47.75 3.75	4.5 6.875	2 37.75
وابتنج	43.375 2.875	6.5 12.5	16.75 43.375
ويلكوكس آند جيبز	20.625 4	8.25 19.5	4.5 20.65

أ الارتفاع والانخفاض في عام 1970

ب 1959 إلى 1960

الجدول (18-10) تقلبات سنوية ضخمة لشركة ماكجرو هيل خلال الفترة من 1958 إلى 1971أ

من	إلى	الارتفاعات	الانخفاضات
1958	1959	72 39	
1959	1960	109.75 54	
1960	1961	43.125 21.75	
1961	1962	32.25 18.25	18.25 43.125
1963	1964	38.875 23.375	
1964	1965	61 28.375	
1965	1966	79.5 37.5	
1966	1967	112 54.5	
1967	1968		37.5 56.25
1968	1969		24 54.375
1969	1970		10 39.5
1970	1971	24.125 – 10	

أ الأسعار لم يتم تعديلها لتقسيمات الأسهم

في أثناء دراستنا لقائمة الأسهم من أجل إعداد المادة العلمية لهذا الفصل أثار إعجابنا الاختلاف الكبير القائم بين الأهداف العادية لتحليل الأوراق المالية وبين الأهداف التي نعتبرها مستقلة ومجدية. إن غالبية محللي الأوراق المالية يحاولون اختيار الإصدارات التي

سوف تظهر بمظهر جيد في المستقبل فيما يتعلق بتحركات السوق مع وضع زيادة الأرباح في الحسبان. وفي حقيقة الأمر يساورنا الشك في إمكانية القيام بذلك وتحقيق نتائج مرضية. ونحن نفضل أن يركز المحلل في عمله على الحالات الاستثنائية أو على الأقلية من الحالات التي يمكنه تكوين رأي موثوق به من حيث إن السعر أقل من القيمة التي وضعت له. وينبغي أن يكون المحلل قادرًا على القيام بذلك من خلال درجة كافية من الخبرة التي تؤهله للتوصل إلى نتائج مرضية عبر السنين.

تعليقات على الفصل الثامن عشر

ما كان هو ما سوف يكون، وما حدث هو ما سوف يحدث؛ فليس هناك شيء جديد تحت الشمس. فهل هناك ما نستطيع أن نشير إليه ونقول هذا بالشيء الجديد؟ إن ما تراه أعيوننا ماثلًا أمامها كانت تحمله أيام الماضي سجينًا.

ـ قول مأثور

دعونا نَقُمْ بتحديث استعراض "جراهام" التقليدي لثمانية أزواج من الشركات مستخدمين في ذلك أسلوب المقارنة والتضاد نفسه الذي كان هو رائده وأول من استخدمه فيما كان يلقيه من محاضرات بكلية إدارة الأعمال بـ كولومبيا ومعهد نيويورك للعلوم المالية. وينبغي في البداية أن تضع في اعتبارك أن هذه الملخصات تصف تلك الأسهم في الفترات المحددة المشار إليها فقط؛ فالسهم رخيص الثمن قد تتم المبالغة في تسعيره فيما بعد، والأسهم الباهظة قد تصبح زهيدة الثمن، فعند مرحلة معينة من حياة السهم يصبح زهيدًا أما في الأوقات الأخرى فإنه يصبح باهظًا. وبالرغم من أن هناك شركات جيدة وأخرى سيئة فهناك فقط أسعار أسهم جيدة؛ وهو أمر يأتي ويذهب.

الزوج الأول من الشركات: شركة سيسكو وسايسكو

في 27 مارس عام 2000 أصبحت شركة سيسكو ...سيستمز الأعلى قيمة من بين شركات العالم، وذلك حين

ارتفعت قيمة أسهمها لتصل إلى 548 مليار دولار. إن شركة سيسكو التي تقوم بتصنيع المعدات التي توجه البيانات عبر الإنترنت قامت ببيع أسهمها للعامة لأول مرة منذ عشر سنوات. ولو أنك اشتريت سهم سيسكو في أثناء الطرح المبدئي واحتفظت به فإنك كنت ستحقق ربحًا يشبه خطأ طباعة يقع فيه شخص مجنون؛ حيث كان سيصل إلى 103697% أو عائد سنوي يصل في المتوسط إلى 217% وخلال الفترات ربع السنوية المالية الأربع السابقة حققت سيسكو عوائد تصل إلى 14.9 مليار دولار وأرباح تصل إلى 2.5 مليار دولار. وكان يتم تداول السهم بما يعادل صافي دخل سيسكو بـ 219 مرة، وهو ما يعد أعلى نسبة سعر إلى أرباح تصل إليها شركة ضخمة.

وعلى الجانب الآخر نجد شركة سايسكو التي تتولى توريد الأغذية إلى مطابخ المؤسسات ويتم ذلك علنًا منذ ثلاثين عامًا. وخلال فتراتها ربع السنوية الأربع حققت سايسكو عوائد وصلت إلى 17.7 مليار دولار أي ما يزيد على عوائد سيسكو بـ 20% ولكنها لم تحقق صافي دخل سوى 457 مليون دولار فقط. وبقيمة سوقية تصل إلى 11.7 مليار دولار، كان يتم تداول أسهم سايسكو بما يفوق أرباحها بـ 26 مرة، أي بما يقل عن متوسط نسبة السعر السوقي إلى الأرباح الذي يصل إلى 31.

وإذا مارسنا لعبة تداعي الكلمات مع المستثمر التقليدي فإنها ستسير على النحو التالي:

سؤال: ما أول الأشياء التي تتبادر إلى ذهنك عندما نقول سيسكو سيستمز؟

إجابة: الإنترنت... صناعة المستقبل... سهم عظيم... سهم ساخن... هل يمكنني شراء بعض الأسهم قبل أن يشهد السهم مزيدًا من الارتفاع؟

سؤال: ماذا عن شركة سايسكو؟

إجابة: شاحنات توصيل الأطعمة... الأطعمة... الفطائر... الوجبات المدرسية .... أغذية المستشفيات... لا شكرًا لم أعد جائعًا بعد الآن.

من الأمور المعروفة أن الأفراد عادة ما يعطون قيمة فكرية للأسهم التي تعتمد إلى حد كبير على الصورة العاطفية التي تثيرها الشركات 367 ، ولكن المستثمر الذكي دائمًا ما ينظر إلى ما هو أبعد وأعمق من الصورة. وفيما يلي ما تتوصل إليه نظرة متشككة في البيانات المالية لشركتي سيسكو وسايسكو:

367 اسأل نفسك أيٌّ من السهمين سوف يرتفع أكثر من الآخر: السهم الذي يكتشف دواء جديدًا لنوع نادر من السرطان، أو السهم الذي يكتشف أسلوبًا جديدًا للتخلص من نوع شائع من أنواع القمامة. إن دواء السرطان يبدو أكثر إثارة بالنسبة للمستثمرين، ولكن الأسلوب الجديد للتخلص من القمامة من شأنه جني مزيد من المال. انظر ما كتبه كل من "بول سلوفي"، "مليسا فينوكين"، "إلين بيترز" و "دونالد. جى. ماكجرويجور" تحت عنوان The Affect Heuristic "وذلك في كتاب "*Heuristics and*

Biases: The Psychology of Intuitive Judgment "
الصفحات 397 -420 بقلم كل من "توماس جيلوفيتشس" و"ديل جريفين" و"دانيل كينمان". (مطابع كامبردج يونيفرستي برس، نيويورك، 2002)، انظر أيضًا مقال " Imagery and Financial Judgment " بقلم "دونالد جي ماكجريجور" في جريدة *The Journal of Psychology and Financial Markets* المجلد الثالث العدد 1، 2002 من صفحة 15 -22.

- • إن مصدر جانب كبير من عوائد سيسكو وأرباحها هو عمليات الاستحواذ؛ فمنذ شهر سبتمبر وحده خصصت سيسكو 10.2 مليار دولار لشراء إحدى عشرة شركة أخرى. ولكن كيف يمكن دمج العديد من تلك الشركات معًا هكذا بهذه السرعة؟ 368 فضلًا عن ذلك، فإن ما يقرب من ثلث أرباح سيسكو خلال الأشهر الستة الماضية لم يكن مصدرها أنشطة الشركة، ولكن المهلة الضريبية الممنوحة لخيارات الأسهم التي مارسها المسئولون التنفيذيون والموظفون بالشركة. وإلى جانب ذلك ربحت سيسكو 5.8 مليار دولار من بيع "الاستثمارات" لشراء استثمارات أخرى تصل قيمتها إلى 6 مليارات دولار. فهل كانت تلك الاستثمارات هي شركة إنترنت أم صندوقًا مشتركًا؟ ولكن ماذا سيحدث إذا ما توقفت تلك الاستثمارات عن الصعود؟

-

368 "المستحوذون المتسلسلون" الذين يزداد حجمهم من خلال شراء الشركات الأخرى دائمًا ما يلقون نهاية

سيئة في وول ستريت . انظر التعليق على الفصل 17 لمزيد من المناقشات.

-• أما شركة سايسكو فقد استحوذت على العديد من الشركات خلال الفترة نفسها ولكنها دفعت 130 مليون دولار فقط. أما خيارات الأسهم التي مارسها العاملون بالشركة فقد بلغ إجمالي قيمتها 1.5% من الأسهم القائمة مقابل 6.9% ل سيسكو. ولكن إذا قام العاملون بالشركة باسترداد القيمة النقدية للخيارات فإن أرباح سايسكو سوف تنخفض إلى أقل من أرباح سيسكو. من ناحية أخرى قامت سايسكو بزيادة توزيعاتها ربع السنوية من تسعة سنتات إلى عشرة، أما شركة سيسكو فلم تدفع توزيعات.

وفي النهاية، وكما أوضح البروفسير "جيرمي سيجل" أستاذ المالية بجامعة وارتون، أنه ما من شركة ضخمة مثل سيسكو تمكنت من تحقيق نمو سريع بدرجة تكفي لتبرر ارتفاع نسبة السعر إلى الأرباح إلى ما يزيد على 60 ناهيك عن ارتفاع النسبة إلى ما يزيد على 369 200. وما إن تصبح الشركة عملاقة لابد أن يتباطأ معدل نموها، وإلا فسوف تنتهي بها الحال إلى التهام العالم بأسره. إن الفنان الأمريكي الساخر العظيم "إمبروز بيرز" قام بدمج كلمتين في كلمة واحدة لوصف شيئين يتم استيعابهما بصورة منفصلة، ولكن لا يمكن أن يتعايشا معًا وهذه الكلمة هي " Incompssible "؛ فالشركة إما أن تكون عملاقة أو تتمتع بنسبة سعر إلى أرباح عملاقة ولكن اجتماع الشيئين معًا أمر يستحيل حدوثه "

Incompssible ".

369 مقال " جيرمي سيجل " بعنوان: Big-Cap Tech Stocks are a Sucker's Bet " صحيفة " *wall street Journal* " 14 مارس عام 2000 (متاح على موقع www.jeremysiegel .com).

ولكن سرعان ما توقفت قاطرة سيسكو. أولًا، في عام 2001 بلغت رسوم "إعادة هيكلة" بعض من الشركات التي تم الاستحواذ عليها 1.2 مليار دولار. وخلال العامين التاليين تعرضت الشركة لخسارة 1.3 مليار دولار من وراء تلك الاستثمارات. ومنذ عام 2000 وحتى عام 2002 فقد سهم سيسكو ثلاثة أرباع قيمته. أما سهم سايسكو على الجانب الآخر فقد ظل يكدس الأرباح وتمكن من السهم من تحقيق أرباح تصل إلى 56% خلال الفترة نفسها (انظر الشكل 18 - 1).

الزوج الثاني: ياهو! و يام!

في 30 نوفمبر عام 1999 وصل سعر إغلاق مؤسسة ياهو إلى 212.75 دولار بارتفاع بلغ 79.6% منذ بداية العام، وبحلول 7 ديسمبر بلغ السعر 348 دولارًا أي بأرباح تصل إلى 63.6% في غضون خمسة أيام تداول. لقد استمر سهم ياهو! في التضخم حتى نهاية العام ليصل سعر إغلاقه إلى 432.687 دولار في 31 ديسمبر. أي في غضون شهر واحد فقط وصلت قيمة السهم إلى أكثر من الضعف محققًا أرباحًا تبلغ 58 مليار دولار ليصل بذلك إلى إجمالي قيمة سوقية تصل إلى 114 مليار دولار 370 .

370 تم تقسيم أسهم ياهو كل سهم إلى سهمين في فبراير عام 2000. إن أسعار السهم لم يتم تعديلها من أجل توضيح المستويات التي يتم تداول السهم عندها بالفعل، ولكن نسبة العائد والقيمة السوقية كما جاءت هنا تعكس عملية التقسيم.

خلال الفترات ربع السنوية الأربع السابقة حققت ياهو عوائد بلغت 433 مليون دولار وصافي دخل يصل إلى 34.9 مليون دولار. والآن بلغ سعر السهم ما يفوق قيمة عوائده بـ 263 مرة وأرباحه بـ 3.264 مرة (تذكر أن نسبة السعر إلى الأرباح التي تفوق 25 جعلت العبوس يرتسم على قسمات وجه "جراهام") 371 .

371 عنـد احتسـاب تـأثير عمليـات الاستحواذ، سوف تصل عوائد ياهو إلى 464 مليون دولار. يوجه جراهام انتقادًا لنسب السعر إلى الأرباح المرتفعة في الفصلين 7 و 11 (فضلًا عن مواضع أخرى).

الجدول 18-1 سيسكو في مقابل سابسكو

	2000	2001	2002
سيسكو			
إجمالي العائد (%)	28.6 -	52.7 -	27.7 -
صافي الأرباح (بالملايين)	2668	1.014 -	1.893
سابسكو			
إجمالي العائد (%)	53.5	11.7 -	15.5
صافي الأرباح (بالملايين)	446	957	680

إجمالي العوائد للسنة التقويمية، صافي الأرباح للسنة المالية

المصدر: www.morningstar.com

ولكن لماذا ارتفعت قيمة سهم ياهو إلى هذا الحد؟ بعد

إغلاق السوق في 30 نوفمبر أعلنت مؤسسة ستاندرد آند بورز أنها سوف تضيف شركة ياهو إلى مؤشر إس آند بي 500 اعتبارًا من 7 ديسمبر. وكان هذا من شأنه جعل ياهو! أحد مكونات الحيازة الإجبارية بالنسبة للصناديق التي ترتبط بمؤشر، وبالنسبة لكبار المستثمرين الآخرين أيضًا، ومما لا شك فيه أن زيادة الطلب سوف تدفع السهم نحو المزيد من الارتفاع على الأقل ولو بصورة مؤقتة. ومع احتجاز 90% من أسهم ياهو في أيدي الموظفين والمؤسسات الرأسمالية وغيرهم من أصحاب الأسهم الحصريين لم تبقَ سوى نسبة ضئيلة من الأسهم لتداولها؛ لذلك فإن آلاف الناس قاموا بشراء السهم فقط لأنهم كانوا يعلمون أن غيرهم لابد أن يشتروه ولم يشكل السعر أية أهمية بالنسبة لهم.

وفي الوقت نفسه كانت شركة يام! تتسول. لقد حققت شركة يام التي كانت فرعًا سابقًا من شركة بيبسي التي كانت تدير آلافًا من مطاعم كنتاكي وبيتزا هت، و تاكو بل - عوائد بلغت 8 مليارات من الدولارات خلال الفترات ربع السنوية الأربع السابقة والتي ربحت 633 مليون دولار مما جعل حجمها يفوق حجم ياهو بسبع عشرة مرة. ومع ذلك فإن القيمة السوقية لسهم يام! في نهاية عام 1999 كانت 5.9 مليون دولار، أو ما يعادل 1 إلى 19 من رأس مال ياهو. وعند هذا السعر كان سهم يام! يباع بما يفوق أرباحه بتسع مرات، وما يمثل 73% فقط من عوائده 372 .

372 كانت شركة يام! تعرف آنذاك باسم ترايكون جلوبال ريستورانتس بالرغم من أن رمز تداولها في

البورصة كان *Yum* ، ولكن في مايو عام 2002 قامت الشركة بتغيير اسمها رسميًا إلى يام براندرز.

وكما كان "جراهام" يحب أن يقول، على المدى القريب تصبح السوق آلة تصويت، ولكن على المدى البعيد يتحول إلى ميزان. لقد فازت ياهو بمسابقة الشعبية على المدى القريب، ولكن ما يهم في النهاية هو الأرباح ولكن ياهو! لم تحقق أيًّا منها تقريبًا. وما إن توقفت السوق عن التصويت وبدأ في وزن الأمور، حتى أصبحت يام في الكفة الراجحة؛ حيث ارتفع السهم إلى 25.4% من عام 2000 وعبر عام 2002، بينما فقدت ياهو 92.4% بصورة تراكمية:

جدول 18- 2 ياهو! مقابل يام!

	2000	2001	2002
ياهو!			
إجمالي العائد %	-86.1	-41	-7.8
صافي الأرباح	71	-93	43
يام!			
إجمالي العائد %	-14.6	49.1	-1.5
صافي الأرباح بملايين الدولارات	413	492	583

ملاحظات: إجمالي العوائد للسنة التقويمية؛ صافي الأرباح المالية. تتضمن أرباح ياهو لعام 2002 تأثير تغيير مبادئ المحاسبة.

المصدر: www.morningstar.com

الزوج الثالث: شركتا كوميرس وان و كابيتال وان

في مايو عام 2000 تم تداول شركة كوميرس وان تداولًا علنيًا وفي أولى تقاريرها السنوية ذكرت الشركة

(التـي تقوم بتصميم "عمليات التبادل" التي تتم عبر الإنتــرنت لإدارات المشــتريات بالشــركات) أن قيمــة الأصـول تصـل إلـى 385 مليون دولار وقيمـة صـافي الخسارة تصل إلى 63 مليون دولار على إجمالي عوائد تصــل إلــى 34 ملــيون دولار. إن ســهم هـذه الشـركة الصغيرة ارتفع إلى 900% منذ طرحه للاكتتاب العام ليصل إجمالي رأس مال الشركة إلى 15 مليار دولار. فهل تمت المبالغة في تسعير السهم؟ "نعم، لدينا رسملة سوق هائلة". هكذا قال "مارك هوفمان"، المدير التنفيذي لشركة كوميرس وان في أحد اللقاءات التي أجريت معه: "لكننا أمامنا سوق ضخمة نمارس فيها نشاطنا. نحن نرى طلبًا هائلًا، ويتوقع الخبراء أن نحقق عوائد في هذا العام 140 مليون دولار؛ فلقد تخطينا جميع التوقعات في الماضي".

هناك أمران يتضحان من حديث "هوفمان" وهما:

- • ما دامت شركة كوميرس وان كانت تخسر دولارين على كل دولار من المبيعات فإذا ما وصلت العوائد إلى أربعة أمثال قيمتها ("كما يتوقع المحللون") أفلن تخسر الشركة المزيد من المال؟
- • كـيف اسـتطاعت كومـيرس وان تخطـي جميع التوقعات في الماضي؟ أي ماض هذا؟

وعندما سُئل عما إذا كانت الشركة سوف تحقق أرباحًا كانت إجابة "هوفمان" جاهزة حيث بادر سائله قائلًا: "بالطبع نحن نستطيع تحقيق الأرباح من وراء نشاطنا،

ونحن نخطط لأن تصبح الشركة نشاطًا مربحًا في الربع الرابع من عام 2001 ويتوقع المحللون أن نحقق عوائد تفوق 250 مليون دولار".

ها هم المحللون يظهرون من جديد! فقد علقت "جانيت سينج"، المحللة ببنك واسيرشتاين بيريلا إنفستمنت على سهم شركة "كوميرس وان" قائلة: "إنني أحب شركة كوميرس وان عندما تصل إلى تلك المستويات؛ لأنها تحقق معدلات نمو تفوق شركة أريبا [أحد منافسي الشركة الأشد والتي كان يباع سهمها أيضًا بما يفوق قيمة عوائدها بـ 400 مرة] وإذا ما استمرت معدلات النمو على هذا النحو فسوف يتم تداول سهم كوميرس وان بما يتراوح ما بين 60 و 70 نقطة أعلى من قيمة المبيعات عام 2001". (بمعنى آخر أستطيع ذكر سهم. تمت المبالغة في سعره أكثر من سهم كوميرس وان؛ مما يعني أن سهمها يعد زهيدًا) 373 .

373 انظر باب " CEO SPEAKS " و " The Bottom Line " في مجلة *Money* عدد مايو عام 2000 الصفحات 42-44.

على الطرف الآخر نجد شركة كابيتال وان فاينانشيال إحدى الشركات المصدرة لبطاقة ائتمان "ماستر كارد" و "فيزا". منذ يوليو عام 1999 وحتى مايو عام 2000 فقد سهمها 21.5%. ومع ذلك بلغت قيمة إجمالي أصولها 12 مليار دولار، أما أرباحها فقد وصلت 363 مليون دولار عام 1999 بارتفاع يصل إلى 32% عن العام السابق. ومع وصول القيمة السوقية للسهم إلى 7.3 مليون دولار فقد

بلغت قيمة سعره ما يفوق صافي أرباح كابيتال وان بـ 20 مرة. إن كل شيء قد لا يكون على ما يرام في شركة كابيتال وان؛ فالشركة تكاد تكون أخفقت في رفع احتياطيها من أجل القروض التي قد تسوء أوضاعها، بالرغم من أن معدلات الإعسار تميل نحو التراجع ولكن كان سعر السهم يقدم انعكاسًا لوجود بعض المخاطرة من المشكلات المحتملة التي قد تحدث فيما بعد.

ولكن ماذا حدث بعد ذلك؟ في عام 2001 حققت شركة كوميرس وان عوائد وصلت إلى 409 ملايين من الدولارات، ولكن للأسف بلغ صافي خسارتها 2.6 مليار أو 10.30 دولار للسهم على تلك العوائد. أما كابيتال وان من ناحية أخرى فقد حققت صافي دخل خلال الفترة من عام 2000 إلى 2002 يصل إلى ملياري دولار. ولقد خسر سهم الشركة 38% خلال السنوات الثلاث تلك، وهو معدل لا يعد أسوأ من السوق ككل. أما سهم كوميرس وان فقد خسر 99.7% من قيمته . 374

374 في أوائل عام 2003 استقال أحد المسئولين الماليين الرئيسيين بشركة كابيتال وان بعد أن كشف مراقبو الأوراق المالية عن إمكانية مقاضاته بتهمة خرق القوانين المعمول بها فيما يتعلق بمكافحة تداول الأسهم من جانب العاملين بالشركة.

بدلًا من الإصغاء إلى "هوفمان" وتحليله، كان ينبغي على التجار الانتباه إلى التحذير الصادق الذي تضمنه تقرير كوميرس وان لعام 1999: "لم نتمكن قط من تحقيق أرباح. ونتوقع مواجهة خسارة كبيرة في

المستقبل القريب، وقد لا نتمكن من تحقيق أية أرباح فيما بعد".

الزوج الرابع: شركة بالم وثري كوم

في الثاني من مايو عام 2000 قامت شركة ثري كوم التي تعمل في مجال شبكات البيانات ببيع 5% من أسهم شركة بالم، أحد الفروع التابعة لها، إلى الجماهير. أما نسبة 95% من الأسهم المتبقية فكانت ستوزع على حملة الأسهم في غضون الأشهر القليلة القادمة. وفي مقابل كل سهم من أسهم ثري كوم يحتفظون به يحصل المستثمرون على 1.525 من أسهم شركة بالم.

وهكذا نجد أنه كانت هناك طريقتان للحصول على 100 من أسهم بالم: وذلك عن طريق شق طريقك من خلال الطرح المبدئي العام أو عن طريق شراء 66 سهمًا من أسهم ثري كوم والانتظار حتى تقوم الشركة الأم بتوزيع باقي أسهم بالم. ومن خلال حصولك على سهم ونصف من أسهم بالم مقابل كل سهم من أسهم ثري كوم، سوف ينتهي بك الأمر بالحصول على 100 سهم من أسهم الشركة الجديدة، وسوف يظل في حوزتك 66 سهمًا من أسهم ثري كوم.

ولكن من ذا الذي يستطيع الانتظار بضعة أشهر؟ ففي الوقت الذي كانت تتصارع فيه شركة ثري كوم مع منافسين عمالقة مثل سيسكو، كانت شركة بالم تحتل الصدارة في مجال المفكرات الرقمية المحمولة. وهكذا ارتفعت قيمة سهم بالم عن سعر عرضها الذي كان 38 دولارًا لما يقرب من 95.06 دولار بعائد يصل إلى 150%

في اليوم الأول. ولقد أدى ذلك إلى تقييم بالم بما يزيد على قيمة أرباحها خلال الاثنى عشر شهرًا الماضية بـ 1350 مرة.

وفي ذلك اليوم نفسه هبط سعر ثري كوم من 104.13 دولار إلى 81.81 دولار. ولكن ما هو المستوى الذي كان ينبغي أن يغلق عنده سهم ثري كوم على ضوء سعر بالم؟ إن الحساب الرياضي لذلك يسير للغاية:

إن كل سهم من أسهم ثري كوم له الحق في الحصول على 1.525 سهم من أسهم بالم.

إن كل سهم من أسهم بالم وصل سعر إغلاقه إلى 95.06 دولار.

1.525 × 95.06 دولار = 144.97 دولار.

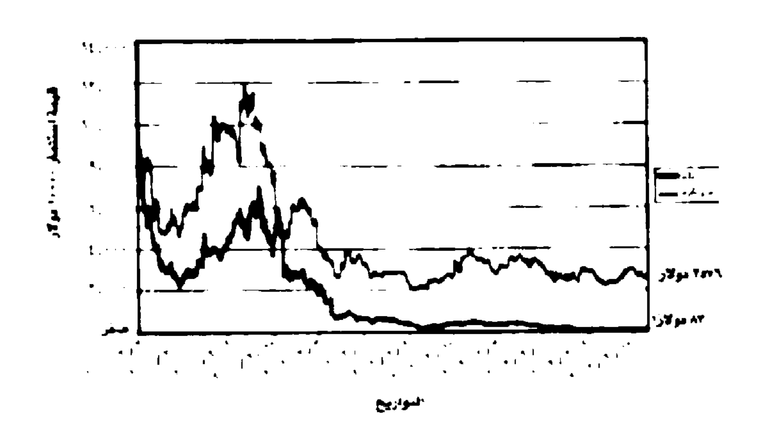
كانت تلك هي قيمة كل سهم من أسهم ثري كوم بناءً على حصتها في شركة بالم وحدها. وهكذا عند سعر 81.81 دولار كان المتداولون يقولون إن مجموع قيمة أنشطة ثري كوم الأخرى تساوي سالب 63.16 دولار للسهم أو إجمالي سالب 22 مليار دولار! نادرًا ما شهد التاريخ عملية تسعير لسهم ما على هذا النحو السخيف 375 .

375 لإلقاء نظرة متطورة على هذا الحدث الشاذ انظر البحث الذي قام به كل من "أوين إيه لامونت" وريتشارد إتش. تالير "بعنوان" Can the Market Add and Subtract ? أو تجده في "المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية" بموقع www.nber.org/papers/w8302.

ولكن كانت هناك خدعة: فكما أن ثري كوم لم تكن تساوي سالب 22 مليار دولار، فإن شركة بالم لم تكن تساوي حقًّا ما يزيد على قيمة الأرباح بـ 1.350 مرة. وبحلول نهاية عام 2002 كان السهمان يعانيان حالة الكساد التي شهدها قطاع التكنولوجيا المتقدمة، ولكن الذي تعرض للخسارة الفادحة هم مساهمو شركة بالم لأنهم تخلوا عن فطنتهم عندما اشتروه في المقام الأول.

الشكل 18-3

انخفاض قيمة بالم



المصدر www.morningstar.com

الزوج الخامس: شركة سي إم جي آر وشركة سي جي آي

لقد بدأ عام 2000 بلطمة كبيرة على وجه شركة سي إم جي آر؛ حيث وصل سعر السهم إلى 163.22 دولار في 3 يناير بربح وصل إلى 1126% على سعرها قبل عام من

ذلك التاريخ. إن الشركة التي كانت أشبه بالحضَّانة بالنسبة للإنترنت قامت بالتمويل والاستحواذ على الشركات المبتدئة في العديد من أنشطة الإنترنت من بينها شركات شهيرة مثل ذيجلوب وليكوس 376 .

376 لقد بدأت شركة سي إم جي آر حياتها " باسم كولدج ماركتنج جروب، والتي كانت تبيع المعلومات عن أساتذة الكليات والدورات الدراسية إلى دور النشر الأكاديمية وهو نشاط يحمل شيئًا من التشابه المزعج مع نشاط شركة ناشيونال ستيودنت ماركتنج التي وصفها "جراهام" في الفصل 9.

خلال عام 1998 المالي، وبينما ارتفع سهمها من 98 سنتًا إلى 8.52 دولار، أنفقت شركة سي إم جي آر 53.8 مليون دولار للاستحواذ على حصص في شركات الإنترنت سواء بصورة كلية أو جزئية. وفي العام المالي 1999 وفي أثناء ارتفاع سهمها من 8.52 دولار إلى 46.09 دولار دفعت سي إم جي آي 104.7 مليون دولار. وخلال الأشهر الخمسة الأخيرة من عام 1999 وفي أثناء ارتفاع سهمها نحو الذروة 138.44 دولار أنفقت الشركة 4.1 مليار دولار على عمليات الاستحواذ. وتكاد تكون جميع "الأموال" مصنعة داخل سي إم جي آي: حيث إنها عبارة عن أسهمها العادية التي يصل إجمالي قيمتها الآن إلى أربعين مليار دولار.

لقد كان الأمر يشبه لعبة دوارة مالية سحرية؛ فكلما ارتفع سهم سي إم جي آي، زادت قدرة الشركة على الشراء، وكلما زادت قدرة الشركة على الشراء، ارتفعت

قيمة أسهمها. ففي البداية يرتفع سعر الأسهم بسبب انتشار إشاعة أن شركة سي إم جي آي سوف تقوم بشرائها، ثم ما إن تستحوذ سي إم جي آي عليها، فإن سهمها يرتفع مجددًا لأنها أصبحت تمتلكها بالفعل. ولكن لم يعبأ أحد بأن الشركة خسرت 127 مليون دولار على عملياتها خلال العام المالي الأخير.

وفي ويبستر بولاية ماساتشوستس على بعد 70 ميلًا من جنوب غرب مقر شركة سي إم جي آي في مدينة أندوفر يوجد المقر الرئيسي لشركة كومبرس جروب، أو سي جي آي والتي كانت على النقيض تمامًا من شركة سي إم جي آي: إن الشركة التي كانت توفر تأمين السيارات لسائقي ولاية ماساتشوستس كان سهمها باردًا في صناعة قديمة. وفقدت أسهمها 23% من قيمتها عام 1999، بالرغم من أن صافي دخلها الذي بلغ 89 مليون دولار انتهى إلى الهبوط بنسبة 7% حتى مستوى عام 1998. لقد كانت شركة سي جي آي تدفع توزيعات تزيد على 4% (أما شركة سي إم جي آي فلم تدفع أية توزيعات) وبقيمة سوقية تصل إلى 870 مليون دولار، كان يتم تداول سهم سي جي آي بأقل مما حققته الشركة من أرباح عام 1999 بعشر مرات.

ثم فجأة تحول كل شيء إلى النقيض. توقفت عجلة أموال سي إم جي آي السحرية عن الدوران وتوقفت أسهم الإنترنت الخاصة بها عن الارتفاع، ثم بدأت في الهبوط ولم تعد الشركة تستطيع بيع الأسهم مقابل سعر مربح، وكان يتحتم على شركة سي إم جي آي أن تعتبر الخسارة التي مُنيت بها قيمتها على أنها ضربة قاصمة

لأرباحها. لقد خسرت الشركة 1.4 مليار دولار عام 2000 و5.5 مليار دولار في عام 2001، ثم 500 مليون دولار عام 2002. لقد هبطت قيمة السهم من 163.22 دولار في بداية عام 2000 إلى 98 سنتًا بحلول نهاية عام 2002 بخسارة تقدر بـ 99.4%. أما سهم سي جي آي الممل القديم فقد ظل يحقق أرباحًا منتظمة وارتفعت قيمة السهم من 8.5% عام 2000 إلى 43.6% عام 2001، و2.7% في عام 2002 ، أي تحقيق ربح تراكمي يصل إلى 60%.

الزوج السادس: شركة بول وسترايكر

خلال الفترة ما بين 9 يوليو و 23 يوليو عام 2002 انخفض سهم شركة بول من 43.69 دولار إلى 33.48 دولار بخسارة تصل إلى 24% ؛ مما جعل قيمة الشركة السوقية تصل إلى 1.9 مليار دولار. وخلال الأسبوعين نفسيهما انخفضت قيمة أسهم شركة سترايكر من 49.55 دولار إلى 45.60 دولار بانخفاض يصل إلى 8%؛ مما جعل إجمالي قيمة سترايكر تصل إلى 9 مليارات دولار.

ما الذي جعل هاتين الشركتين تفقدان جانبًا كبيرًا من قيمهما في غضون فترة وجيزة كهذه؟ إن شركة سترايكر أحد منتجي الخلايا التي تتم زراعتها لتصحيح التشوهات الجسدية إلى جانب تصنيع الأدوات الجراحية، لم تصدر سوى نشرة صحفية واحدة طوال هذين الأسبوعين. في السادس عشر من يوليو أعلنت شركة سترايكر أن مبيعاتها زادت بنسبة 15% لتصل إلى

734 مليون دولار خلال الفترة ربع السنوية الثانية، بينما زادت الأرباح بنسبة 31% لتصل إلى 86 مليون دولار. إن الأسهم ارتفعت بنسبة 7% في اليوم التالي، ولكن سرعان ما هبطت مرة أخرى.

أما شركة بول، المصنع الرئيسي لـ "برطمانات بول جارز" الشهيرة لتعليب وحفظ الفواكه والخضراوات تقوم حاليًّا بتصنيع الأغلفة البلاستيكية والمعدنية للعملاء أصحاب الصناعات. ولم تصدر الشركة أية نشرات صحفية خلال هذين الأسبوعين. وفي 25 يوليو ذكرت شركة بول أنها حققت أرباحًا تبلغ 50 مليون دولار على مبيعات بمليار دولار خلال الفترة ربع السنوية الثانية بنسبة ارتفاع تصل إلى 61% في الدخل الصافي خلال الفترة نفسها من العام السابق. وهكذا بلغت قيمة الأرباح خلال الفترات ربع السنوية الأربع إلى 152 مليون دولار، وهكذا كان يتم تداول السهم بما يفوق أرباح شركة بول بـ 12.5 مرة. وبقيمة دفترية تصل إلى 1.1 مليار دولار، يمكنك شراء السهم بما يفوق قيمة الأصول الملموسة للشركة بـ 1.7 مرة (ومع ذلك بلغت قيمة شركة بول ما يزيد على 900 مليون دولار).

أما شركة سترايكر فتنتمي إلى مجموعة مختلفة؛ ففي خلال الفترات ربع السنوية الأربع السابقة حققت الشركة صافي دخل يصل إلى 301 مليون دولار، في حين بلغت القيمة الدفترية لشركة سترايكر 570 مليون دولار. وهكذا كان يتم تداول الشركة بمضاعفات ضخمة تفوق قيمة الأرباح خلال الاثني عشر شهرًا الماضية بثلاثين مرة، وما يفوق القيمة الدفترية بست عشرة مرة تقريبًا.

وعلى الجانب الآخر منذ عام 1992 وحتى نهاية عام 2001 ارتفعت أرباح سترايكر بنسبة 18.6% سنويًا، وزادت توزيعاتها بما يقرب من 21% سنويًا. وفي عام 2001 أنفقت شركة سترايكر 142 مليون دولار على الأبحاث والتطوير من أجل تمهيد السبيل أمام تحقيق النمو في المستقبل.

فما الذي دفع هذين السهمين نحو الهبوط؟ خلال الفترة ما بين 9 و 23 يوليو عام 2002 وبينما كانت شركة ورلدكوم تقف على شفا الإفلاس هبط مؤشر داو جونز من 9096.09 نقطة إلى 7702.34 نقطة، أي بمعدل هبوط يصل إلى 15.3% والأنباء الطيبة هي أن بول وسترايكر تاها وسط العناوين الرئيسية السيئة والأسواق المتداعية التي أخذت هذين السهمين معها نحو الهبوط.

وبالرغم من رخص ثمن بول عن سترايكر، فإن الدرس المستفاد هو ليس أن بول أقوى و سترايكر صعب المراس ولكن على المستثمر الذكي إدراك أن حالات الذعر التي تصيب الأسواق قد تخلق أسعارًا عظيمة لشركات جيدة (مثل شركة بول) وأسعار جيدة لشركات عظيمة (مثل سترايكر). لقد أنهت شركة بول عام 2002 وسعر السهم 51.19 دولار بارتفاع يصل إلى 53% من الانخفاض الذي شهده شهر يوليو. أما سهم سترايكر فقد أنهى العام بسعر 67.12 دولار بارتفاع يصل إلى 47% ومن آن لآخر تصبح أسهم النمو والقيمة معروضة للبيع بخصم ولكن أيهما سوف يقع عليه اختيارك فهذا أمر يعتمد على شخصيتك ولكن الأسهم زهيدة الثمن

يمكن الحصول عليها بأية وسيلة تختارها.

الزوج السابع: نورتل ونورتك

لقد تباهى تقرير عام 1999 السنوي الخاص بشركة نورتل نيت وركس والتي هي متخصصة في إنتاج الألياف البصرية، بأن هذا العام "كان عامًا ذهبيًّا من الناحية المالية" للشركة. واعتبارًا من شهر فبراير عام 2000 كان سعر تداول سهم نورتل، الذي وصلت قيمته السوقية إلى ما يزيد على 150 مليار دولار، يفوق الأرباح التي قدر المحللون بـ "وول ستريت" أنها سوف تحققها عام 2000 بسبع وثمانين مرة.

ولكن إلى أي مدى تتمتع هذه التقديرات بالمصداقية؟ إن حسابات القبض الخاصة بنورتل أي المبيعات التي تتم للعملاء الذين لم يدفعوا فاتورتها بعد بلغت مليار دولار في العام الواحد. ولقد أشارت الشركة إلى أن الارتفاع سببه "زيادة المبيعات خلال الربع الرابع من عام 1999"، ومع ذلك تضخم حجم المخزون من معدات الشركة بما تصل قيمته إلى 1.2 مليار دولار؛ مما يعني أن شركة نورتل كانت تنتج معدات أسرع من أن تتخلص منها "تلك المبيعات المتزايدة".

في الوقت نفسه، قفزت فواتير "نورتل" الخاصة بـ "حسابات القبض طويلة المدى"- أي الفواتير التي لم تدفع عن عقود سوف تستغرق عدة سنوات من 519 مليون دولار إلى 1.4 مليار دولار. واجهت الشركة صعوبات في إحكام سيطرتها على التكاليف وارتفعت عمليات البيع والتكاليف الإدارية بصفة عامة من 17.6%

من العوائد عام 1997 إلى 18.7% عام 1999. وهكذا خسرت نورتل 351 مليون دولار عام 1999.

وعلى الجانب الآخر نجد شركة نورتك التي تنتج ألواح تزلـج، وأجـراس الأبـواب ومـراوح ومكـابس القمامـة وأغطيـة للأفـران. فـي عـام 1999 اسـتطاعت نورتـك تحقيق أرباح بلغت 49 مليون دولار من مبيعات تبلغ مليـاري دولار، وهـي بـذلك حققت طفرة مقارنـة بعـام 1997 الذي حققت فيه أرباحًا بلغت 21 مليون دولار من مبيعات تبلغ 1.1 مليار دولار. إن هامش أرباح نورتك (صافي الأرباح كنسبة من صافي المبيعات) ارتفع بما يعادل الثلث من 1.9% إلى 2.5%. وتمكنت "نورتك "من خفض النفقات غير المباشرة من 19.3% من العوائد إلى 18.1%.

وإحقاقًا للحق فإن جانبًا كبيرًا من عمليات توسع نورتك كان مصدرها شراء الشركات الأخرى وليس بسبب النمو الداخلي. والأكثر من هذا أن دين شركة نورتك بلغ مليار دولار، وهو عبء هائل بالنسبة لشركة صغيرة. ولكن في فبراير عام 2000 عكس سعر نورتك الذي بلغ خمسة أمثال أرباحها عام 1999 جرعة صحية من التشاؤم.

وعلـى الجـانب الآخـر، كـان سـعر نورتـل الـذي فـاق التقديرات التخمينية التي قد تحققها في العام القادم بمقدار 87 مرة بمثابة جرعة تفاؤل زائدة. وبعد كل ما قيل وكل ما تم بدلًا من أن تحقق نورتل ربحية تقدر بـ 1.30 دولار للسهم التي تنبأ بها المحللون فقدت نورتل 1.17 دولار للسهم عام 2000. وبحلول نهاية عام 2002

كانت نورتل قد خسرت 36 مليار دولار.

من ناحية أخرى حققت نورتل أرباحًا بلغت 41.6 مليون في عام 2000 و 8 ملايين دولار عام 2001 و 55 مليون دولار خلال الأشهر التسع الأولى من عام 2002. وارتفع السهم من 28 دولارًا إلى 45.75 دولار بحلول نهاية عام 2002 بأرباح بلغت 63%. وفي يناير عام 2003، جعل مديرو نورتك أسهم الشركة يتم تداولها داخليًّا؛ حيث قاموا بشراء الأسهم من جماهير المستثمرين بسعر 46 دولارًا للسهم. وفي الوقت نفسه هبط سهم نورتل من 56.81 دولار في فبراير عام 2000 إلى 1.61 دولار في نهاية عام 2002 بخسارة تقدر بنسبة 97%.

الزوج الثامن: شركة رد هات، وشركة براون شو

في 11 أغسطس عام 1999 قامت شركة رد هات، إحدى شركات تطوير برامج لينوكس، ببيع سهمها إلى العامة لأول مرة. ولقد كانت الشركة سهمًا مميزًا؛ فقد وصل سعر افتتاح تداول السهم الذي كانت قيمته في بداية طرحه عند 7 دولارات إلى 23 دولارًا، وبلغ سعر الإغلاق 26.031 بأرباح تقدر بـ 272% [377] وخلال يوم واحد ارتفع سعر رد هات أكثر من الارتفاع الذي حققته شركة براون شو خلال ثمانية عشر عامًا. وبحلول 9 ديسمبر بلغت أسعار رد هات 143.13 دولار أي ما وصل 1.944% في غضون أربعة أشهر.

[377] كانت جميع أسهم رد هات معدلة من أجل تقسيم

الأسهم بنسبة 2 إلى واحد في يناير عام 2000.

وفي الوقت نفسه أحكمت براون شو سيطرتها على شئونها؛ فالشركة التي تأسست عام 1878، وهي شركة لبيع الأحذية بالجملة، تدير 1300 متجر لبيع الأحذية في الولايات المتحدة وكندا. ولقد هبط سعر سهم براون شو من 17.50 دولار في 11 أغسطس إلى 14.31 بحلول 9 ديسمبر وطوال عام 1999 فقدت أسهم براون شو 17.6% من قيمتها 378 .

378 مما هو مثير للسخرية أنه منذ 65 عامًا اختار "جراهام" براون شو" كواحدة من أكثر الشركات استقرارًا في بورصة نيويورك. انظر طبعة عام 1934 من كتاب *Security Analysis* صفحة 159.

إلى جانب تمتعها باسم لطيف وكونها سهمًا ساخنًا، علام حصل مستثمرو رد هات؟ خلال الأشهر التسعة التي انتهت في 30 نوفمبر حققت الشركة عوائد تصل إلى 13 مليون دولار والتي تكبدت خسارة صافية تصل إلى 9 ملايين دولار 379 . إن أنشطة ردهات لم تكن أكبر من دكان لبيع المعلبات على ناصية الشارع وكانت أقل ربحًا. ولكن جعل المتداولون، الذين ألهبت حماستهم كلمات مثل "برامج "و "إنترنت"، القيمة الإجمالية لسهم رد هات تصل إلى 21.3 مليار دولار بحلول 9 ديسمبر.

379 نحن نستخدم فترة الأشهر التسعة فقط نظرًا لصعوبة تحديد رد هات خلال الاثني عشر شهرًا السابقة من بياناتها المالية بما في ذلك نتائج الاستحواذ.

وماذا عن براون شو؟ خلال الفترات ربع السنوية الثلاث، بلغ صافي مبيعات الشركة 1.2 مليار دولار وبلغت أرباحها 32 مليون دولار. لقد كان سهم براون شو يبلغ 5 دولارات نقدًا وعقارًا. وبالرغم من أن الأطفال كانوا لا يزالون يشترون أحذية "باستر براون شوز "فإن إجمالي قيمة سهم براون شو في 9 ديسمبر وصل إلى 261 مليون دولار أي ما يعادل 0.125من حجم رد هات بالرغم من أن عوائد براون شو تفوق عوائد ردهات بـ 100 مرة. وبهذا السعر تم تقييم "براون شو"بما يفوق أرباحها السنوية بـ 7.6 مرة وأقل من ربع مبيعاتها السنوية. وعلى الجانب الآخر لم تحقق "رد هات" أية أرباح على الإطلاق في الوقت الذي كان سهمها يباع فيه بما يفوق المبيعات السنوية بـ 1000 مرة.

لقد تكبدت شركة رد هات خسائر فادحة وسرعان ما لحق بها سهمها أيضًا. أما "براون شو"، فقد استمرت في تحقيق الأرباح وربح معها مساهموها:

جدول 18 - 4 رد هات في مقابل براون شو

	2000	2001	2002
رد هات			
إجمالي العائد %	94.1	13.6	16.8
صافي الأرباح بملايين الدولارات	- 43	- 87	- 140
براون شو			
إجمالي العائد %	- 4.6	28.2	49.5
صافي الأرباح بملايين الدولارات	36	36	- 4

ملحوظة: إجمالي العوائد للسنة التقويمية؛ وصافي الأرباح للسنة المالية.

المصدر: www.morningstar.com

ما الدرس الذي تعلمناه؟ إن السوق تنبذ مبادئ "جراهام"

على المدى القصير، ولكن تكون الغلبة في النهاية لتلك المبـادئ. إذا قمـت بشـراء سهم لأن السعر يتجـه نحـو الصعود بدلًا من التساؤل عما إذا كانت القيمة الحقيقية للشركة تتزايد أم لا فإنك آجلًا أو عاجلًا سوف تشعر بالأسف الشديد، وهذا أمر أكيد لا محالة.

الفصل 19

المساهمون والإدارة: سياسة التوزيعات

منذ عام 1934 أشرنا في كتاباتنا إلى ضرورة اتخاذ المساهمين موقفًا أكثر ذكاء ونشاطًا إزاء إدارات شركاتهم؛ فلقد طلبنا منهم اتخاذ موقف أكثر أريحية نحو أولئك الذين يبدو أنهم يبلون بلاءً حسنًا. بل وشجعنا المساهمين كذلك على المطالبة بتفسيرات واضحة ومرضية عندما تبدو النتائج أسوأ مما ينبغي أن تكون عليه إلى جانب ضرورة تأييدهم لأية تحركات تستهدف تحسين مستوى الإدارات التي من الواضح أنها غير ناجحة، أو استبعدت تمامًا. وللمساهمين الحق في التساؤل عن مدى كفاءة إدارة الشركة عندما تكون النتائج على النحو التالي: (1) غير مرضية في حد ذاتها. (2) أقل من النتائج التي حققتها الشركات التي تبدو في وضع مماثل و (3) التي نتج عنها أسعار سوقية غير مرضية لفترة طويلة من الزمن.

وخلال الستة والثلاثين عامًا الماضية، لم يتحقق أي شيء من خلال التحرك الذكي من جانب السواد الأعظم من المساهمين. إن أي مقاتل عاقل إذا كان هناك بالفعل مثل هذا المقاتل قد يفسر ذلك الموقف على أنه أضاع وقته سدى، وأنه من الأفضل له أن يكف عن القتال. ولكننا لم نخسر قضيتنا بعد، فقد أنقذ الموقف تطور خارجي يعرف بـ "عمليات الاستحواذ" أو "عروض الاستحواذ" 380 . لقد ذكرنا في الفصل الثامن أن ضعف مستوى الإدارة يؤدي إلى ضعف مستوى الأسعار في

السوق وانخفاضها، وهو ما يؤدي بدوره إلى جذب انتباه الشـركات التـي تـرغب فـي تنـويع أنشـطتها، وهـؤلاء يعتبـرون الآن جمعًا غفـيرًا لا يستهان به. إن عمليات الاستحواذ العديدة التي لا حصر لها تمت بالاتفاق مع الإدارات القائمة بالفعل، أو عن طريق تراكم الأسهم في السـوق، ومـن خـلال العـروض التـي تمـت بعيـدًا عمن بأيـديهم مقاليـد الأمـور. ولقد كان عرض السعر عادة داخل حدود نطاق قيمة المشروع في ظل إدارة كفء بدرجة معقولة. وبالتالي فإنه في العديد من الحالات تم إنقاذ عامة المساهمين من خلال أفعال "الغرباء" الذين قد يكونون مستثمرين مغامرين أو مجموعات تتحرك من تلقاء نفسها.

380 من الأمور المثيرة للسخرية أن عمليات الاستحواذ بدأت تتوقف بعد أن ظهرت آخر نسخة قام "جراهام" بتنقيحـها، ولقـد شـهدت فتـرة السـبعينيات وأوائـل الثمـانينيات أدنـى مستوى لكفـاءة وجـودة الصـناعة الأمريكيـة. لقـد أصـبحت جميع السـيارات متـهالكة، وأجـهزة الـراديو والتلـيفزيون لم تعد تعمل، وتجاهل الكثير من مديري العديد من الشركات التي يتم تداولها تـداولًا عـامًّا المصالح الحاليـة للمسـاهمين الخـارجيين، وإمكانات نمو أنشطتهم في المستقبل. وقد بدأ كل هذا يتغير في عام 1984 عندما قام رجل البترول المستقل " تـي بـوون بـيكنز" ببـدء عمليـة استحواذ عدائية على شركة جالف أويل، وسرعان ما قام " المغيرون" على الشركات بهدف السيطرة عليها بسبب عمليات تمويل السندات الرديئة التي قام بها بنك "دريكسل بيرنهام

لامبرت" بتتبع ساحة الشركات الأمريكية؛ مما دفع الشركات نحو الالتزام بنظام جديد من الكفاءة. وفي الوقت الذي تم فيه نهب العديد من الشركات التي كانت طرفًا في عمليات الشراء والاستحواذ أصبحت الشركات الأمريكية الأخرى أكثر هزالًا (وهو أمر جيد) وأكثر وضاعة (وهو في بعض الأحيان أمر غير جيد).

ويمكننا القول كقاعدة عامة، وإن كانت لا تخلو من بضعة استثناءات، إن المستوى الضعيف للإدارة لا يتغير بواسطة تصرفات "عامة المساهمين"، ولكن من خلال إحكام السيطرة من جانب فرد، أو مجموعة متماسكة. وهذا ما يحدث عادة هذه الأيام، حيث يتم إخطار الإدارة، بما في ذلك مجلس إدارة شركة عامة بأنه إذا لم تكن نتائجها التشغيلية مرضية، وإذا كانت الأسعار السوقية غير مرضية فإن الشركة قد تصبح هدفًا لعملية استحواذ ناجحة. ونتيجة لذلك تصبح مجالس إدارة الشركات أكثر يقظة وحرصًا عن ذي قبل في أداء واجباتها الأساسية، وذلك بأن تحتل شركاتهم الصدارة من ناحية الإدارة. وهكذا تعاقب تغيير رؤساء الشركات في الآونة الأخيرة أكثر من ذي قبل.

ولم تستفد جميع الشركات التي تنتمي للفئة التي لا تحقق نتائج مرضية من مثل هذه التطورات؛ فضلًا عن أن التغيير عادة ما كان يحدث بعد فترة زمنية طويلة من النتائج السيئة بدون اتخاذ أي إجراء لعلاج الوضع، واعتمد على قيام المساهمين المحبطين بتصفية مراكزهم الاستثمارية ببيع الأسهم بأسعار منخفضة؛ مما يفسح المجال أمام استحواذ المستثمرين الخارجين

على الأسهم لتقلد مركز سلطة داخل الشركة. ولكن فكرة أن عامة المساهمين قد يساعدون أنفسهم من خلال تأييد التحركات الرامية إلى تحسين مستوى الإدارة وسياسات الإدارة، ثبت أنها غير عملية؛ بحيث يصعب أن نفسح مجالًا لتناولها في هذا الكتاب. إن أفراد المساهمين الذين يمتلكون ما يكفي من النباهة والذكاء؛ بحيث يكون وجودهم ملحوظًا في أثناء الاجتماعات السنوية وهو أمر غير مُجد بصفة عامة لن يحتاجوا إلى مشورتنا فيما يتعلق بالنقاط التي يجب أن يطرحوها مع الإدارة. أما بالنسبة للآخرين، فإن هذه النصيحة قد تكون مضيعة للوقت. ومع ذلك دعونا نُنْهِ هذا الجزء بالتأكيد على ضرورة التحلي بعقل متفتح عند تناول أية مواد يبعث بها نظراؤهم من حملة الأسهم الآخرين الذين يريدون إصلاح وضع غير مرض فيما يتعلق بالإدارة داخل الشركة.

المساهمون وسياسة التوزيعات

فيما مضى كانت سياسة التوزيعات محل خلاف وشد وجذب بين العامة أو "الأقلية" من المساهمين وإدارات الشركات. وبصفة عامة كان هؤلاء المساهمون يرغبون في أن يتم اتباع سياسة أكثر ليبرالية فيما يتعلق بالتوزيعات، بينما كانت إدارات الشركات تفضل الاحتفاظ بالأرباح داخل الشركة "لتعزيز مكانة الشركة". وكانوا يطلبون من المساهمين التضحية بمصالحهم الحالية من أجل مصلحة الشركة، ولمصلحتهم المستقبلية على المدى الطويل. ولكن في الآونة الأخيرة طرأ تغير تدريجي ومهم على موقف المستثمرين من

التوزيعات؛ فالحجة الأساسية التي يسوقونها لتبرير دفع توزيعات منخفضة بدلًا من دفع توزيعات مرتفعة ليست هي أن الشركات في "حاجة إلى" المال، وإنما أن الشركة يمكنها استخدام تلك الأموال لخدمة المصلحة المباشرة للمساهمين خلال عمليات التوسع المربحة؛ فمنذ سنوات كانت الشركة الضعيفة هي التي تضطر إلى الاحتفاظ بأرباحها بدلًا من دفع 60% أو 75% منها في صورة توزيعات. ودائمًا ما يكون التأثير معاكسًا لسعر السوق للأسهم. وحاليًّا من المحتمل أن يقوم المشروع القوي والآخذ في النمو بتخفيض مدفوعات التوزيعات عن عمد، بموافقة المستثمرين والمضاربين على حد سواء 381 .

381 إن المفارقة التي يصفها "جراهام" هنا ازدادت خلال فترة التسعينيات عندما كان يبدو أن الشركة القوية هي الأقل احتمالًا أن تدفع التوزيعات أو أن يرغب مساهموها في ذلك. إن " نسبة ربح السهم الموزع" (أو نسبة صافي دخلها الذي تدفعه الشركات في صورة توزيعات) انخفضت من نسبة تتراوح ما بين "60% و 75%" إبان أيام "جراهام"، إلى نسبة تتراوح ما بين 35% و 40% بحلول نهاية التسعينيات.

لقد كانت هناك دائمًا حجة نظرية قوية لإعادة استثمار الأرباح في النشاط الذي يضمن تحقيق زيادة في الأرباح، ولكن كانت هناك حجج أخرى وآراء تعارض هذا الاتجاه ومنها: أن الأرباح "مِلك" للمساهمين، ومن حقهم أن تدفع لهم في الحدود التي تضعها الإدارة الحكيمة؛ إن العديد من المساهمين يريدون أن يستمر الدخل

الناتج من التوزيعات؛ إن الأرباح التي يتلقونها في صورة توزيعات "أموال حقيقية"، أما تلك التي يتم الاحتفاظ بها داخل الشركة قد تظهر، أو قد لا تظهر فيما بعد في القيم الملموسة للمساهمين. إن تلك الآراء المناهضة كانت من القوة بحيث جعلت سوق الأسهم يُظهِر تحيزًا مستمرًّا للشركات التي تدفع توزيعات محدودة ضد الشركات التي لا تدفع توزيعات أو تدفع توزيعات محدودة نسبيًّا!

خلال العشرين عامًا الماضية كانت نظرية "إعادة استثمار الأرباح" تحظى بالمزيد من المؤيدين. وكلما كان سجل النمو السابق للشركة أفضل، أصبح المستثمرون المضاربون أكثر استعدادًا لتقبل سياسة توزيعات أرباح أقل. إن هذا الأمر حقيقي للغاية لدرجة أنه في بعض حالات النمو المفضلة كان معدل التوزيعات أو حتى انعدام وجودها ليس له أي تأثير إطلاقًا على سعر السوق 382 .

382 في أواخر التسعينيات كانت شركات التكنولوجيا من أشد مؤيدي وجهة النظر القائلة بضرورة "تشغيل الأرباح في النشاط"؛ حيث يمكن تحقيق عوائد أعلى أكثر مما يمكن أن يحققه المساهم الخارجي من خلال إعادة استثمار القدر نفسه من النقد إذا ما دفع له في صورة توزيعات. والشيء الذي لا يصدق أن المستثمرين لم يساورهم الشك قط في صحة مبدأ "أن الأب دائمًا ما يعرف ما هو الأصلح"، أو حتى لم يدركوا حقيقة أن نقد الشركة ملك للمساهمين وليس المديرين. انظر التعليق على هذا الفصل.

وهناك مثال مذهل على هذا التطور يمكن العثور عليه في تاريخ شركة تكساس إنسترومنتس؛ فقد ارتفع سعر سهمها العادي من 5 نقاط في عام 1953 إلى 256 نقطة عام 1960، في الوقت الذي كانت ترتفع فيه الأرباح من 43 سنتًا إلى 3.91 دولار للسهم، ولم يتم دفع أية توزيعات من أي نوع (وفي عام 1962 تم البدء في دفع التوزيعات النقدية؛ ولكن بحلول ذلك العام هبطت الأرباح إلى 2.14 دولار في حين هبط السعر إلى 49 نقطة).

أما المثال الآخر فتقدمه شركة سوبريور أويل؛ ففي عام 1948 سجلت الشركة أرباحًا تصل إلى 35.26 دولار للسهم دفعت منها توزيعات تبلغ ثلاثة دولارات، وبيع السهم بـ 235 نقطة. ولكن في عام 1953 تم خفض التوزيعات إلى دولار واحد؛ ولكن بلغ سعر السهم المرتفع إلى 660 نقطة. في عام 1957 لم تدفع الشركة أية توزيعات على الإطلاق، وتم بيع السهم عند 2000 نقطة! ولكن هذا الإصدار غير العادي انخفض فيما بعد إلى 795 نقطة عام 1962 عندما بلغت الأرباح 49.50 دولار، وتم دفع توزيعات تصل إلى 7.50 دولار 383 .

383 لقد بلغ سعر سهم شركة سوبريور أويل الذروة ليصل إلى 2165 دولارًا عام 1959، حين كان يدفع توزيعات تصل إلى 4 دولارات. وظل السهم لعدة سنوات الأعلى سعرًا من بين أسهم بورصة نيويورك. وقد تم الاستحواذ على شركة سوبريور التي كانت ملكًا لأسرة " كيك " من " هيوستن" من جانب شركة موبيل في عام

1984.

إن شعور عالم الاستثمار حيال سياسة التوزيعات التي تنتهجها شركات النمو أمر لم يتحدد بعد. إن الآراء المتعارضة يوضحها مثالان من كبرى شركاتنا إحداهما شركة أمريكان تليفون آند تليجراف وشركة إنترناشيونال بيزنس ماشين. لقد كان ينظر لشركة أمريكان تل آند تل على أنها إصدار يتمتع بإمكانات جيدة لتحقيق النمو، والتي تجسدت في حقيقة أنه في عام 1961 بيع السهم بما يفوق أرباح ذلك العام بخمس وعشرين مرة، ومع ذلك ظلت سياسة التوزيعات النقدية نوعًا من الاستثمار وأحد اعتبارات المضاربة الذي له أهمية من الدرجة الأولى، وظل تسعير السهم يستجيب استجابة نشطة حتى لإشاعات أي زيادة وشيكة في معدل التوزيعات. ومن ناحية أخرى، لم يُمنَح أي اهتمام يذكر للتوزيعات النقدية لشركة آي بي إم التي حققت في عام 1960 عائدًا يبلغ 0.5% عند السعر المرتفع لذلك العام، و 1.5% عند إغلاق عام 1970. (ولكن في كلتا الحالتين كانت عملية تقسيم الأسهم بمثابة تأثير قوي لسوق الأسهم).

إن تقدير السوق لسياسة التوزيعات النقدية يبدو أنه يتطور في الاتجاه التالي: عندما لا يتم التركيز بصفة أساسية على النمو، يتم تصنيف السهم على أنه "إصدار دخل"، ويحتفظ معدل التوزيعات بأهميته التي ترجع إلى فترة طويلة من الزمن بوصفه المحدد الرئيسي لسعر السوق. وعلى الجانب الآخر، الأسهم المعروفة أنها تنتمي إلى فئة النمو السريع، ويتم تقييمها بصفة

أساسية بناءً على معدل النمو المتوقع خلال العقد القادم، بينما يستبعد معدل التوزيعات النقدية عن الصورة.

وفي الوقت الذي قد تصف فيه الجملة المذكورة بعاليه الاتجاهات الحالية، فإنها لا تشكل دليلًا واضحًا للموقف في جميع الأسهم العادية وربما ليس في أغلبها. إن العديد من الشركات تحتل مركزًا وسطًا بين مشروعات النمو، ومشروعات أخرى ليست من بين مشروعات النمو. لذلك من الصعوبة بمكان تحديد مدى الأهمية التي يمكن إضفاؤها على عامل النمو في مثل هذه الحالات، وقد تتغير وجهة نظر السوق الخاصة بهذا الأمر تغيرًا جذريًّا من عام لآخر. ثانيًا، يبدو أن هناك تناقضًا بشأن مطالبة الشركات التي تظهر معدلات نمو بطيئة بالتحلي بقدر أكبر من الليبرالية فيما يتعلق بتوزيعاتها النقدية؛ فتلك هي المشروعات الأقل ازدهارًا، وكان فيما مضى يُتَوقَّع من الشركات الأكثر ازدهارًا الالتزام بسياسة ليبرالية فيما يتعلق بالمدفوعات المتزايدة.

ونحن نعتقد أنه ينبغي على المساهمين مطالبة إدارات شركاتهم القيام بدفع توزيعات أرباح الأسهم بنسبة الثلثين على سبيل المثال أو إعطاء دليل واضح على أن الأرباح التي أعيد استثمارها قد حققت زيادة في أرباح السهم. ويمكن توفير هذا الدليل في حالة شركة نمو معروفة. ولكن في كثير من الحالات تكون توزيعات ربح السهم المنخفضة هي السبب وراء السعر السوقي المتوسط الذي يقل عن القيمة العادلة. وللمساهمين كل

الحق في التساؤل حول هذا الأمر، بل والتذمر أيضًا.

إن سياسة التقتير عادة ما تُفرَض على شركة ما لضعف مركزها المالي نسبيًّا، ولحاجتها إلى جميع أو غالبية أرباحها (إلى جانب رسوم الإهلاك) لسداد الديون، ودعم مركز رأسمالها العامل. وعندما تكون هذه هي الحال فلا يسع المساهمين قول الكثير في ذلك فيما عدا ربما انتقاد الإدارة للسماح للشركة بالانزلاق إلى هذا الوضع المالي غير المرضي. ومع ذلك في بعض الأحيان يتم خفض التوزيعات من جانب الشركات غير المزدهرة نسبيًّا للغرض المعلن المتمثل في توسيع النشاط. ونحن نرى أن مثل هذه السياسة غير منطقية من الناحية الشكلية، وتتطلب تقديم تفسير كامل، ودفاعًا مقنعًا عنها قبل أن يوافق عليها المساهمون. وعلى ضوء السجل السابق للشركة لا يوجد مبرر للاعتقاد بأن المُلاَّك سوف يستفيدون من التحركات التي تهدف إلى التوسع باستخدام أموالهم من جانب نشاط أظهر نتائج ضعيفة المستوى، ومستمر في الاعتماد على إدارته القديمة.

توزيعات أرباح الأسهم وتقسيم الأسهم

من الأهمية بمكان أن يفهم المستثمرون الفرق الجوهري بين توزيعات أرباح السهم (كما يطلق عليها بصورة ملائمة) وتقسيم السهم؛ فتقسيم السهم يعني إعادة بناء هيكل السهم العادي في الحالات التقليدية من خلال إصدار سهمين أو ثلاثة مقابل سهم واحد. ولا ترتبط الأسهم الجديدة بأرباح محددة يُعاد استثمارها خلال فترة زمنية محددة، وتهدف عملية التقسيم إلى خفض

السعر السوقي للأسهم الفردية؛ وذلك لأن مثل هذا المدى المنخفض للسعر يكون أكثر قبولًا لدى المساهمين القدامى والجدد على حد سواء. ويمكن القيام بتقسيم السهم من خلال ما يطلق عليه من الناحية الفنية توزيعات أرباح السهم، وهو أسلوب يتضمن نقل مبالغ من الأرباح الإضافية إلى حساب رأس المال، أو عن طريق تغيير القيمة الاسمية، وهو ما لا يؤثر على الحساب الإضافي 384 .

384 تتم في الوقت الحالي عمليات تقسيم الأسهم من خلال تغيير القيمة. وفي إطار عملية التقسيم بنسبة 2 إلى 1 يصبح السهم سهمين، ويتم تداول كل منهما بنصف السعر السابق للسهم الفردي الأصلي. أما عملية التقسيم بنسبة 3 إلى 1 فيصبح فيها السهم ثلاثة أسهم، ويتم تداول كل واحد بثلث قيمة السعر السابق وهكذا دواليك. في حالات نادرة للغاية يتم نقل مبلغ من "الأموال الإضافية التي تتحقق إلى الحساب الرأسمالي"، كما كانت هي الحال أيام "جراهام".

وما نطلق عليه توزيعات سهمية مناسبة هي تلك التي تدفع للمساهمين لإعطائهم دليلًا ملموسًا أو تجسيدًا لأرباح محددة أعيد استثمارها في النشاط لحسابهم لفترة زمنية قصيرة في الماضي القريب أي خلال ما لا يزيد على العامين الماضيين. ولقد أصبح أمرًا مقبولًا تمامًا تقييم مثل هذه التوزيعات السهمية بقيمة تقريبية عند وقت الإعلان عنها، ونقل مبلغ مساو لتلك القيمة من الأرباح الإضافية التي تحققت إلى الحسابات الرأسمالية. وهكذا يصبح مبلغ التوزيعات السهمية

التقليدية صغيرًا نسبيًا وفي أغلب الأحيان لا يزيد على 5%. ومما لا شك فيه أن التوزيعات السهمية من هذا النوع لها في الأساس تأثير شامل شأنه في ذلك شأن دفع مبلغ مساوٍ من النقد من الأرباح التي يصاحبها بيع أسهم إضافية لها القيمة الإجمالية نفسها بالنسبة للمساهمين. ومع ذلك فإن للتوزيعات السهمية المباشرة ميزة ضريبية مهمة عن المزيج المعادل لها الذي يضم توزيعات نقدية لها حقوق اكتتابية سهمية، وهو ما يعد بمثابة إحدى الممارسات القياسية لشركات المرافق العامة.

لقد حددت بورصة أسهم نيويورك نسبة 25% كخط عملي فاصل بين عمليات تقسيم الأسهم والتوزيعات السهمية؛ فالتوزيعات التي تصل إلى 25% أو أكثر لا داعي لأن يصحبها عملية نقل لقيمتها السوقية من المبالغ الإضافية المتحققة إلى رأس المال... إلخ 385 . إن بعض الشركات، خاصة البنوك، لا تزال تطبق الأسلوب القديم نفسه المتمثل في الإعلان عن أي توزيعات سهمية من أي نوع يرغبون فيه على سبيل المثال 10%، والتي لا ترتبط بالأرباح التي تحققت الآونة الأخيرة وتلك الأمثلة تتسبب في اضطراب غير مرغوب فيه داخل العالم المالي.

385 القاعدة 703 من قواعد بورصة أسهم نيويورك تحكم تقسيمات الأسهم وتوزيعاتها، وتعتبر بورصة أسهم نيويورك أن التوزيعات السهمية التي تزيد على 25% وتقل عن 100% بمثابة "تقسيمات سهمية جزئية".

وعلى النقيض مما كان يحدث في زمن "جراهام" قد

تؤدي تلك التوزيعات السهمية الشرط المحاسبي الذي تفرضه بورصة أسهم نيويورك والتي تقضي بضرورة توفير رأس مال مبلغ التوزيعات من الأرباح المحتجزة.

لقد كنا دائمًا من أشد مؤيدي تطبيق سياسة منظمة ومعلنة بوضوح فيما يتعلق بدفع النقد والتوزيعات السهمية. وفي ظل تطبيق مثل هذه السياسة يتم دفع التوزيعات السهمية الدورية لرسملة جميع الأرباح التي أعيد استثمارها في النشاط، أو نسبة محددة منها. واتبعت هذه السياسة التي تغطي 100% من الأرباح التي أعيد استثمارها شركة بيوركس وشركة جفرنمنت أمبلوييز إنشورنس وربما بضع شركات أخرى قليلة 386 .

386 هذه السياسة، التي لم تكن أمرًا معتادًا في أيام "جراهام" أصبحت نادرة في الوقت الحالي. في عام 1936 وفي عام 1950 قامت نصف الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك بدفع هذه التوزيعات الخاصة المزعومة. وبحلول عام 1970 انخفضت هذه النسبة إلى أقل من 10 %، وبحلول التسعينيات انخفضت هذه النسبة إلى أقل من 5%. انظر مقال " هاري دي أنجلو "، و " ليندا دي أنجلو" و "دوجلاس جاي سيكنر" " Special Dividends and The Evolution of Dividend Signaling" والتي ظهرت في صحيفة *Journal of Financial Economics* المجلد 57 رقم 3، سبتمبر 2000 ص 309 - 354. ويعد أنسب تفسير لهذا التدهور هو أن مديري الشركة سئموا فكرة أن المساهمين قد يفسرون التوزيعات الخاصة على أنها بمثابة إشارة إلى أن الأرباح

المستقبلية قد تكون منخفضة.

يبدو أن التوزيعات السهمية بجميع أنواعها لا تحظى بقبول الكتاب الأكاديميين الذين تناولوا هذا الموضوع؛ فهم يصرون على أن تلك التوزيعات ليست أكثر من مجرد قصاقيص من الورق لا تمنح المساهمين شيئًا لم يكن بحوزتهم من قبل، وتتبعها تكاليف وإزعاج لا داعي لهما 387 . أما من وجهة نظرنا، فنحن نعتبر هذا الرأي مجرد رأي نظري لا يضع في الاعتبار الوقائع العملية والنفسية للاستثمار. وإحقاقًا للحق فإن التوزيعات السهمية الدورية 5% على سبيل تغير "شكل" استثمار المالك فحسب، فهو يمتلك بعد التوزيعات 105 أسهم بدلًا من 100 سهم فقط، ولكن بدون التوزيعات السهمية فإن الـ 100 سهم الأصلية تمثل نفس فائدة الحيازة التي تمثلها الـ 105 أسهم التي يمتلكها الآن. ومع ذلك فإن تغيير الشكل له أهمية حقيقية، وقيمة بالنسبة له. فإذا أراد المستثمر الحصول على القيمة النقدية للسهم من الأرباح التي أُعيد استثمارها فيمكنه أن يفعل ذلك من خلال بيع الشهادة الجديدة التي أُرسلت له بدون أن يضطر إلى المساس بشهادته الأصلية. ويستطيع الاعتماد على تلقي معدل التوزيعات النقدية نفسه على 105 أسهم كما كان يحصل على 100 سهم؛ أما الحصول على ارتفاع يقدر بـ5% في معدل التوزيعات النقدية بدون التوزيعات السهمية، فقد لا يكون محتمل الحدوث مثل ما سبق تناوله بعاليه 388 " .

387 لقد تزعم النقد الأكاديمي للتوزيعات "ميرتون ميللر" و "فرانكو موديجلياني" اللذان ساهم مقالهما الفذ

المعنــون بــ : " Dividend Policy، Growth، and the Valuation of Shares " (عام 1961) في فوزهما بجائزة نوبـــل للاقتصـــاد. ولقــد كــان مــن رأي "مــيللر" و"موديجلياني" أن التوزيعات في جوهرها ليست ذات جدوى ما دام ينبغي على المستثمر ألا يعبأ بما إذا كان عائـده مصـدره التوزيعـات، وسـعر السهم المتزايـد، أم مصدره سعر السهم المتزايد وحده، ما دام أن إجمالي العائد واحد في كلتا الحالتين.

388 إن رأي "جراهـام" لـم يعـد صـالحًا، ويسـتطيع مسـتثمرو الـوقت الحـالي الهروب من هذا الدرب. ولا داعي لأن يقلق المساهمون بعد الآن حيال "المساس" بشهادة السهم، ما دامت جميع الأسهم تقريبًا أصبحت موجودة فـي صورة إلكترونيـة وليسـت صورًا ورقيـة. وعنـدما يقـول "جراهـام" إن زيـادة تصـل إلـى 5% فـي صـورة توزيعـات نقـدية علـى 100 سـهم تكـون "غـير محتملـة" بالمقارنـة بـالتوزيعات المسـتمرة علـى 105 أسهم، فإنه ليس من الواضح كيف استطاع احتساب هذا الاحتمال.

إن مزايا سياسة التوزيعات السهمية الدورية تتضح أشد ما تتضح عند مقارنتها بالممارسات المعتادة لشركات المـرافق العامــة المتمثلـة فـي دفـع توزيعـات نقـدية ليبراليـة، ثـم استعادة قدر كبير من هذه الأموال من المساهمين من خلال بيعهم أسهمًا إضافية (عن طريق حقوق الاكتتاب) 389 . وكما أسلفنا الذكر بعاليه، فسوف يجـد المسـاهمون أنفسـهم فـي المـوقف نفسـه إذا مـا حصـلوا علـى توزيعـات نقـدية تتبعها حقـوق اكتتـاب

سهمية فيما عدا أنهم سوف يوفرون ضريبة الدخل التي كانوا سيسددونها على التوزيعات النقدية. أما الذين يرغبون في الحصول على الدخل السنوي النقدي كاملًا، بدون أية أسهم إضافية، فيمكنهم فعل ذلك من خلال بيع توزيعات أسهمهم بالأسلوب نفسه الذي يبيعون به حقوق اكتتابهم في ظل الممارسات الحالية.

389 حقوق الاكتتاب عادة ما تعرف "بالحقوق"، وكانت أقل استخدامًا أيام "جراهام"؛ فهي تمنح أحد المساهمين حق شراء أسهم جديدة بخصم من سعر السوق في بعض الأحيان. والمساهم الذي لا يمارس هذا الحق سوف يجد أن حصة ملكيته من أسهم الشركة قد أخذت تتضاءل. وكما هي الحال مع العديد من الأشياء الأخرى التي يطلق عليها اسم "حقوق"، فإن الأمر لا يخلو من إجبار. إن الحقوق أصبحت شائعة بين الصناديق ذات رأس المال المغلق وشركات التأمين، والشركات القابضة الأخرى.

يعد مجموع مبالغ ضريبة الدخل التي يمكن توفيرها من خلال استبدالنا بتوزيعات الأسهم التوزيعات السهمية الحالية بالإضافة إلى حقوق اكتتاب، هائلًا وضخمًا. ونحن نشدد على وجوب تغيير ذلك من خلال المرافق العامة، بالرغم من آثارها العكسية على خزانة الولايات المتحدة؛ لأننا نعتقد أنه من غير الإنصاف فرض ضريبة دخل (شخصية) ثانية بديلة على الأرباح التي لم يحصل عليها المساهمون، ما دامت الشركات تأخذ القدر نفسه من الأموال عن طريق إعادة بيع الأسهم مرة أخرى

390 لقد أحرزت إدارة الرئيس "جورج دابليو. بوش" تقدمًا في أوائل عام 2003 في الحد من الازدواج الضريبي لتوزيعات الشركات، بالرغم من أنه لا يزال من المبكر الحكم على مدى فاعلية أية قوانين نهائية في هذا الصدد. ومن أفضل الأساليب منح التوزيعات المخصومة من الضريبة للشركات، وإن كان هذا ليس متضمنًا في التشريع المقترح.

إن الشركات التي تتسم بالكفاءة تقوم بتحديث منشآتها ومنتجاتها وأسلوب حفظها للدفاتر، وبرامج تدريب مسئولي الإدارة، وعلاقاتها بالموظفين باستمرار. ولكن آن الأوان للتفكير في تحديث ممارساتها المالية الرئيسية، وأبرزها سياسات التوزيعات التي تنتهجها.

تعليقات على الفصل التاسع عشر

إن أخطر الأكاذيب هي الحقائق التي اعتراها تحريف طفيف.

- جي. سي. ليشتنبرج

لماذا استسلم "جراهام"؟

قد لا يكون هناك جزء في هذا الكتاب قام "جراهام" بتغييره جذريًّا أكثر من هذا الجزء؛ ففي الطبعة الأولى كان هذا الفصل واحدًا من فصلين يغطيان أربعًا وثلاثين صفحة. إن الجزء الأصلي ("المستثمر باعتباره مالكًا للنشاط") كان يتناول حقوق التصويت التي يتمتع بها المساهمون، وأساليب الحكم على مدى كفاءة إدارة الشركة، وأساليب اكتشاف تعارض المصالح بين المستثمرين الداخليين والخارجيين. ولكن في نسخته الأخيرة المنقحة اختصر "جراهام" المناقشة بأسرها مرة أخرى إلى ثماني صفحات موجزة يتحدث فيها عن التوزيعات.

ولكن السؤال الذي يطرح نفسه هو: لماذا اختصر "جراهام" ثلاثة أرباع آرائه الأصلية؟ من الواضح أنه بعد عقود من إلقاء الحكم والمواعظ فقد "جراهام" الأمل في أن يهتم المستثمرون بمراقبة سلوك مديري الشركات.

ولكن تفشي عدوى الفضائح وادعاءات سوء أداء الإدارة، واللجوء إلى الأساليب المحاسبية المشبوهة، أو

المناورات الضريبية من جانب مؤسسات كبرى مثل أمريكا أون لاين و إنرون و جلوبل كروسينج وسبرينت وتايكو و ورلد كوم هو تذكرة قوية بأن تحذيرات "جراهام" السابقة التي تدعو إلى ضرورة التحلي باليقظة لها أهمية حيوية أكثر من ذي قبل، وهكذا ينبغي علينا استرجاعها، ومناقشتها على ضوء أحداث اليوم.

النظرية تناقض التطبيق

لقد بدأ "جراهام" مناقشته الأصلية (عام 1949) بعنوان "المستثمر باعتباره مالكًا للنشاط" بتوضيح حقيقة أنه من الناحية النظرية يعد "المساهمون فئة مثلهم مثل الملك، فإذا تصرفوا كأغلبية يمكنهم أن يقوموا بتعيين المديرين أو طردهم كيفما شاءوا"، ولكن من الناحية العملية كما يقول "جراهام":

"إنهم لا وزن لهم على الإطلاق؛ فهم كفئة واحدة لا يظهرون لا الذكاء ولا الفطنة المطلوبين؛ فهم يصوتون مثل الأغنام لأي شيء تقترحه الإدارة مهما بدا سجل تلك الإدارة هزيلًا. إن الطريقة الوحيدة لتحفيز المساهم الأمريكي العادي للقيام بأي عمل فردي ذكي هو بإشعال مفرقعات نارية من تحته...

إن "جراهام"يريدك أن تدرك شيئًا أساسيًا له مغزى ألا وهو: أنك عندما تشتري سهمًا فأنت تصبح مالكًا للشركة. ويصبح المديرون، وكذلك كبار المسئولين التنفيذيين، يعملون لديك. ولابد أن يكون مجلس الإدارة مسئولًا أمامك. ويصبح رصيد الشركة النقدي ملك يمينك.

وأنشطتها تصبح من ممتلكاتك، فإذا كنت لا تحب الأسلوب الذي تدار به الشركة فمن حقك المطالبة بطرد هؤلاء المديرين، وتغييرهم، أو أن تباع الملكية؛ لذلك على "المساهمين" كما أعلن "جراهام" "أن يستيقظوا من سباتهم" 391 .

391 لقد أجرى "جراهام" استطلاعًا للرأي حول "علاقة المساهمين بالإدارة" نشر في صحفية *The Analysts Journal* 1947 صفحة 62. ويوضح "جراهام" أنه أجرى استطلاعًا للرأي شمل 600 من محللي الأوراق المالية المحترفين، وتوصل إلى أن 95% منهم يعتقدون أنه ينبغي على المساهمين ممارسة حقوقهم بالدعوة إلى إجراء تحقيق رسمي مع المديرين الذين لا تؤدي قيادتهم إلى تعزيز قيمة السهم. ولكن "جراهام" أضاف بلهجة جافة: "إن هذا شيء لم يسمع به من الناحية الواقعية، ويضيف "جراهام" قوله: "إن هذا الأمر يبرز الهوة العميقة التي تفصل بين ما يجب أن يحدث وما يحدث بالفعل بالنسبة لعلاقة المساهمين بالإدارة".

المالك الذكي

إن المستثمرين الحاليين نسوا رسالة "جراهام"؛ فهم يبذلون قصارى جهدهم لشراء السهم، ويبذلون مجهودًا أقل لبيعه، ولا يبذلون أي جهد يذكر من أجل حيازته. ويذكرنا "جراهام" قائلًا: "من المؤكد أن هناك الكثير من الأسباب التي تدعو إلى توخي الحذر، والتزام الفطنة عندما يرغب المرء أن يكون أحد المساهمين كما ينبغي عليه التزام الحذر والفطنة عندما يصبح واحدًا منهم"

392 .

392 "جراهام" و "دود" في كتاب " Security Analysis " طبعة 1934 ص 508.

كيف يمكنك أن تتحول من مستثمر ذكي إلى مالك ذكي أيضًا؟ يبدأ "جراهام" بقوله إنه ينبغي على المساهم أن يبدأ بالإجابة عن سؤالين أساسيين وهما:

1 - 1. هل إدارة الشركة على درجة معقولة من الكفاءة؟
2 - 2. هل مصالح المساهم الخارجي العادي تحظى بالاهتمام المناسب؟" 393 .

393 The Intelligent Investor طبعة 1949، صفحة 218.

ينبغي عليك الحكم على مدى كفاءة الإدارة من خلال مقارنة ربحية الشركة وحجمها وقدرتها التنافسية مع مثيلاتها من الشركات الأخرى المماثلة في المجال نفسه. ولكن ماذا إذا توصلت إلى أن المديرين ليسوا على المستوى المطلوب؟ عندئذٍ يصر "جراهام" على:

ينبغي على عدد من المساهمين أن يقتنعوا بأن التغيير مطلوب، وأن يكون لديهم الاستعداد أن يتعاونوا من أجل تحقيق هذه الغاية. ثانيًا، ينبغي على جميع المساهمين التحلي بسعة الأفق لقراءة بيانات التوكيل، ودراسة مختلف الآراء. وينبغي عليهم على الأقل أن يكونوا قادرين على معرفة متى تكون الشركة غير

ناجحة، ويستعدون للمطالبة بما هو أكثر من مجرد تفاهات مبتذلة مثل الحصول على إثبات على مدى كفاءة الإدارة. ثالثًا، سوف يكون من المفيد عندما تبين الأرقام أن النتائج أقل من المتوسط أن يصبح من المعتاد دعوة المخططين الإستراتيجيين الخارجيين لوضع السياسات، وقياس مدى كفاءة الإدارة 394 .

394 طبعة 1949، ص 223. يضيف "جراهام" أن التصويت بالتوكيل سوف يكون ضروريًّا للسماح بتشكيل لجنة مستقلة من المساهمين الخارجيين لاختيار "مؤسسة تخطيط إستراتيجي" تقوم بتقديم تقريرها للمساهمين، وليس إلى مجلس الإدارة؛ ولكن الشركة هي التي سوف تتحمل نفقات هذا المشروع. من بين أنواع المؤسسات الخاصة بالتخطيط الإستراتيجي التي يفكر فيها "جراهام" نذكر المديرين الماليين، وكالات التصنيف، منظمات محللي الأوراق المالية. إن مستثمري اليوم يمكنهم الاختيار من بين مئات المؤسسات الاستشارية ومستشاري إعادة الهيكلة وأعضاء هيئات مثل "وكالة إدارة المخاطر".

نهاية شركة إنرون

في عام 1999 احتلت شركة إنرون المرتبة السابعة على قائمة مجلة Fortune500 التي تضم خمسمائة من كبرى الشركات الأمريكية؛ فلقد كانت عوائد وأصول وأرباح هذه الشركة العملاقة التي تعمل في مجال الطاقة ترتفع بسرعة الصاروخ.

ولكن ماذا إذا تجاهل أحد المستثمرين الأرقام البراقة واللامعة، ووضع بيانات التوكيل الخاصة بـ إنرون لعام 1999 تحت ميكروسكوب الفطرة السليمة؟ تحت عنوان "صفقات معينة" كشف البيان عن أن كبير المسئولين الماليين بشركة إنرون، "أندرو فاستو"، هو "العضو الإداري" في شركتين وهما إل جيه إم وان و إل جيه إم تو اللتين كانتا تقومان بشراء الاستثمارات المتعلقة بـ "الطاقة والاتصالات" ولكن من أين كانت هاتان الشركتان تشتريان تلك الأشياء؟ لقد كانتا تشتريانها من شركة إنرون بالطبع. لقد أشار البيان إلى أن الشركتين قامتا بالفعل بشراء أصول من إنرون تقدر بمائة وسبعين مليون دولار، بل وفي بعض الأحيان كانتا تستخدمان الأموال التي تم اقتراضها من إنرون نفسها.

إن المستثمر الذكي كان سيطرح الأسئلة التالية:

- •هل وافق مديرو إنرون على هذا الإجراء؟ (نعم كما جاء في بيان التوكيل).
- •هل كان "فاستو" يحصل على جزء من أرباح شركة إل جيه إم؟ (نعم كما جاء في البيان).
- • بصفه فاستو المسئول المالي الرئيسي في الشركة، هل كان ملزمًا بالعمل من أجل خدمة مصلحة مساهمي إنرون وحدهم دون سواهم؟ (بالطبع).
- •هل كان من واجب "فاستو" أن يحصل على أعلى سعر مقابل بيع إنرون لأي من أصولها؟ (قطعًا).
- • ولكن إذا دفعت شركة إل جيه إم ثمنًا باهظًا مقابل أصول إنرون، فهل كان هذا من شأنه خفض أرباحها المحتملة، وبالطبع دخل فاستو؟ (طبقًا).

- • من ناحية أخرى، لو أن شركة إل جيه إم دفعت ثمنًا زهيدًا، فهل هذا يزيد من الأرباح التي يحصل عليها "فاستو" وشركائه؛ ولكن يضر بدخل إنرون؟ (بالطبع).
- • هل ينبغي أن تقرض إنرون شركات "فاستو" أي أموال لشراء أصول إنرون مما قد يزيد من الأرباح الشخصية لـ "فاستو"؟ (خمن ما هي الإجابة؟).
- • ألا يشكل كل هذا نوعًا من أنواع تضارب المصالح الشديد؟ (لا توجد سوى إجابة واحدة فقط عن هذا السؤال).
- • ماذا أنبأ هذا الإجراء عن مدى قدرة المديرين الذين وافقوا على الحكم على الأمور؟ (إن ما حدث يخبرك بضرورة أن تضع استثماراتك بمكان آخر).

هناك درسان واضحان يمكن تعلمهما من هذه الكارثة وهما: لا تغُصْ في أعماق الأرقام التي تحجب عنك ما تمليه عليك الفطرة السليمة، وإنما اقرأ بيان التوكيل قبل (وبعد) شراء السهم.

ما "بيان التوكيل" ولماذا يصر "جراهام "على أن تقرأه؟

في بيان التوكيل الذي تبعث به الشركة لكل مساهم تعلن عن جدول أعمالها الخاص بالاجتماع السنوي، وتكشف النقاب عن تفاصيل التعويض، وملكية المديرين للأسهم، والصفقات التي تتم بين العاملين والشركة. ويُطلَب من المساهمين التصويت على شركة المحاسبة التي ينبغي أن تقوم بمراجعة الدفاتر، ومن الذي يجب أن ينضم إلى مجلس الإدارة. وإذا لجأت إلى فطرتك السليمة في أثناء قراءتك بيان التوكيل فإن هذه الوثيقة قد تكون بمثابة العثور على جوهرة دفنت في التراب؛ حيث إنها بمثابة نظام إنذار مبكر يلفت انتباهك إلى وجود خلل ما. (انظر حاشية شركة إنرون المشار إليها بعاليه).

ومع هذا فإن ما يتراوح ما بين ثلث أو نصف أفراد

المستثمرين لا يعبأون بالتصويت على التوكيل 395 .
فهل يكلفون أنفسهم عناء قراءته على الأقل؟

395 تشير عمليات تنظيم جداول نتائج التصويت لعام 2002 التي أعدتها مؤسسة جورجسون شيرهولدر و إيه دي بي إنفستور كوميونيكشن سيرفيسز، وهما من المؤسسات البارزة التي تقوم بإرسال بيان التوكيل إلى المستثمرين، إلى أن معدلات الاستجابة تتراوح ما بين 80% و88% (بما في ذلك التوكيلات التي أرسلت بواسطة سماسرة الأسهم نيابة عن عملائهم، والذين عادة ما يصوتون لصالح الإدارة ما لم يرغب العملاء في شيء آخر). وهكذا فإن مُلاَّك النسب التي تتراوح ما بين 12% و20% من جميع الأسهم لا يصوتون بتوكيلاتهم. وبما أن الأفراد يملكون 40% فقط من أسهم سوق الولايات المتحدة بقيمتها السوقية، وفي الوقت نفسه يلتزم المستثمرون من المؤسسات مثل صناديق المعاش وشركات التأمين، قانونًا بالتصويت على إصدارات التوكيل، فإن هذا يعني أن ثلث أفراد المستثمرين يهملون التصويت.

إن فهم توكيلك والتصويت عليه لهو أمر أساسي لكونك مستثمرًا ذكيًّا بقدر ما هو أساسي متابعتك للأخبار، ومشاركتك بصوتك كمواطن صالح. وليس مهمًّا إذا كنت تمتلك 10% من أسهم الشركة، أو نسبة تافهة كمائة سهم أو 1/10 من 1%. فإذا كنت لم تقرأ بيان التوكيل قط، وأفلست الشركة بعد ذلك فلا تلومن إلا نفسك، أما إذا قرأته، ووجدت أشياء مزعجة عندئذٍ فعليك القيام بما يلي:

- • قم بالتصويت ضد جميع المديرين لتعلمهم بأنك لا توافق على ما يحدث.
- • عليك حضور الاجتماع السنوي، والدفاع عن حقوقك.
- • ابحث عن أحد المواقع الإلكترونية المخصصة لتلقي آراء الجماهير حول الأسهم (مثل موقع http:// finance.yahoo.com) واحشد المستثمرين الآخرين للانضمام إليك، ومساندة قضيتك.

ولدى "جراهام" فكرة أخرى قد تفيد مستثمري اليوم، وهي كالتالي:

هناك مميزات يمكن الحصول عليها من خلال اختيار مدير أو أكثر من المديرين المحترفين المستقلين. وهؤلاء المديرون يجب أن يكون لهم باع طويل في مجال الأعمال؛ بحيث يمكنهم بسهولة رؤية المشكلات التي تعانيها المشروعات... ويجب أن يقوموا بإعداد تقرير سنوي منفصل للمساهمين وحدهم يحتوي على آرائهم فيما يتعلق بإجابة السؤال الوحيد الذي يهم مُلاك المشروع ألا وهو: "هل النشاط يظهر النتائج المرجوة بالنسبة للمساهم الخارجي، والتي يمكن توقعها في ظل وجود إدارة مناسبة؟ فإذا كانت الإجابة بالنفي، فلماذا، وما الذي ينبغي القيام به في هذه الحالة؟ 396

396 طبعة 1949، صفحة 224.

ويستطيع المرء تخيل حالة الذعر التي سوف يتسبب

فيها اقتراح "جراهام" بين أصدقاء الشركة المقربين من أصحاب السلطة فيها، والذين يشكلون اليوم العديد من المديرين "المستقلين" الحاليين (دعونا لا نفترض أنها سوف تبعث الرعب في قلوبهم؛ وذلك لأن غالبية المديرين المستقلين ليس عندهم قلوب).

لمن هذا المال بأية حال من الأحوال؟

والآن دعونا نلق نظرة على المعيار الآخر الذي وضعه "جراهام" ألا وهو ما إذا كانت الإدارة تخدم مصلحة المستثمرين الخارجيين. لقد كان المديرون يخبرون المساهمين دائمًا بأنهم - أي المديرين - يعلمون ما يفعلون بأموال الشركة. إن "جراهام" يرى ما بين سطور هذا الحديث الذي يردده المديرون:

إن إدارة الشركة قد تدير النشاط بشكل جيد، ومع هذا قد لا تعطي المساهمين الخارجيين النتائج الصحيحة التي يريدونها؛ لأن كفاءتها محصورة في العمليات التي تقوم بها، ولا تتعداها إلى تحقيق أقصى استفادة من رأس المال. إن هدف التشغيل الجيد هو الإنتاج بأقل التكاليف، والعثور على أكثر المواد ربحية وبيعها. إن التمويل الكفء يتطلب أن يتم تشغيل أموال المساهمين في أفضل صور تخدم مصالحهم، وهو أمر لا تعبأ به الإدارات التي تكون على الشاكلة سالفة الذكر. إن الإدارة دائمًا ما تريد قدرًا كبيرًا من رأس مال الملاك بقدر ما تستطيع الحصول عليه لكى تحد من مشكلاتها المالية. وهكذا فإن الإدارة التقليدية سوف تعمل بقدر كبير من رأس المال الذي يفوق حاجاتها الضرورية إذا

فيها اقتراح "جراهام" بين أصدقاء الشركة المقربين من أصحاب السلطة فيها، والذين يشكلون اليوم العديد من المديرين "المستقلين" الحاليين (دعونا لا نفترض أنها سوف تبعث الرعب في قلوبهم؛ وذلك لأن غالبية المديرين المستقلين ليس عندهم قلوب).

لمن هذا المال بأية حال من الأحوال؟

والآن دعونا نلق نظرة على المعيار الآخر الذي وضعه "جراهام" ألا وهو ما إذا كانت الإدارة تخدم مصلحة المستثمرين الخارجيين. لقد كان المديرون يخبرون المساهمين دائمًا بأنهم - أي المديرين - يعلمون ما يفعلون بأموال الشركة. إن "جراهام" يرى ما بين سطور هذا الحديث الذي يردده المديرون:

إن إدارة الشركة قد تدير النشاط بشكل جيد، ومع هذا قد لا تعطي المساهمين الخارجيين النتائج الصحيحة التي يريدونها؛ لأن كفاءتها محصورة في العمليات التي تقوم بها، ولا تتعداها إلى تحقيق أقصى استفادة من رأس المال. إن هدف التشغيل الجيد هو الإنتاج بأقل التكاليف، والعثور على أكثر المواد ربحية وبيعها. إن التمويل الكفء يتطلب أن يتم تشغيل أموال المساهمين في أفضل صور تخدم مصالحهم، وهو أمر لا تعبأ به الإدارات التي تكون على الشاكلة سالفة الذكر. إن الإدارة دائمًا ما تريد قدرًا كبيرًا من رأس مال الملاك بقدر ما تستطيع الحصول عليه لكى تحد من مشكلاتها المالية. وهكذا فإن الإدارة التقليدية سوف تعمل بقدر كبير من رأس المال الذي يفوق حاجاتها الضرورية إذا

سمح المساهمون بذلك وهو عادة ما يحدث 397 .

397 طبعة 1949 ، صفحة 233.

في أواخر التسعينيات وأوائل الألفية الجديدة دفعت إدارات شركات التكنولوجيا البارزة أسلوب "الأب يعلم الأصلح" إلى آفاق جديدة، وكانت الحجة هي: لماذا ينبغي عليك المطالبة بالتوزيعات في حين أننا نستطيع أن نستثمرها لك، ونحولها إلى سعر سهم مرتفع؟ انظر إلى الطريقة التي يرتفع بها سهمنا، ألا يثبت ذلك أننا قادرون على أن "نضاعف مالك أفضل منك"؟

الشكل (19- 1)

من الذي يدفع التوزيعات؟



Financial Economics ، 2001 أبريل.

والأمـر الـذي لا يصـدق أن المسـتثمرين صـدقوا هـذا الحديث تمامًا، وأصبح مبدأ "الأب يعلم الأصلح" عقيدة منتشرة انتشار النار في الهشيم. وبحلول عام 1999 قامت نسبة 3.7% فقط من الشركات التي باعت سهمها إلـى الجماهير ذلك العام بدفع توزيعات من متوسط 72.1% مـن جميع عمليـات الاكتتـاب العـام فـي فتـرة الستينيات 398 . انظر كيف تقلصت نسبة الشركات التي تدفع توزيعات (الموضحة باللون الأسود).

398 مقـال "يوجـين إف فـاما" وكـينيث آر فـرنش" Disappearing Dividends : Changing Firm Chara cteristics or Lower Propensity to Pay? " في جريدة *Journal of F inancial Economics* " المجلد 60، رقم 1 ، أبريل 2001 صفحة (3 43) خاصة الجدول (1)؛ انظر أيـضًا كتـاب Triumph of The Optimists مـن تـأليف "الروي ديسمون" "بول مارش" "مايك ستانتون" (مطبعة جامعة " بريستون" مطبعة عام 2002) الصفحات 158 - 161. والأمر المثير للاهتمام أن إجمالي القيمة الدولارية التـــي تـدفعها الأسـهم الأمريكيـة زادت منـذ أواخـر السبعينيات، وحتى بعد التضخم ولكن عدد الأسهم التي تدفع توزيعات قد تقلص بما يعادل الثلثين تقريبًا. انظر بحث "هاري دي أنجلو" و"ليندا دي أنجلو" و"دوجلاس جاي سكنر" بعنوان " Are Dividends Disappering? Div idend Concentration and The Consolidation of E arnings " على موقع: http://papers . ssrn . com .

ولكن مبدأ أن "الأب يعرف الأصلح" لم يكن أكثر من مجرد نوع من تخدير الأعصاب. ففي الوقت الذي أحسنت فيه بعض الشركات استخدام أموالها النقدية فإن العديد من الشركات الأخرى انقسمت إلى فئتين: فئة قامت ببساطة بإضاعة الأموال، وفئة قامت بتجميعها بصورة أسرع مما يمكنها إنفاقه.

وفي المجموعة الأولى تكبدت شركة برايسلاين دوت كوم خسائر قدرت بـ 67 مليون دولار في عام 2000 بعد إقامة عدد من المشروعات الفاشلة في مجال البقالة والبنزين، بينما قامت شركة أمازون دوت كوم بتبديد 233 مليون دولار من أموال المساهمين من خلال استثمارها في شركات كانت مثل القنابل الموقوتة مثل شركة ويبفان وأشفورد دوت كوم 399 . ولقد وقعت أكبر كارثتين تم تسجيلهما في تاريخ الشركات وهما خسارة شركة "جيه دي إس يونيفير "التي قدرت بـ 56 مليار دولار عام 2001، وخسارة "إيه أو إل تايم وارنر "التي قدرت بـ 99 مليار دولار في عام 2002 بعد أن اختارت الشركات عدم دفع توزيعات، وفضلت الاندماج مع شركات أخرى في وقت تم الإفراط في تقدير أسهمها 400 .

399 ربما استطاع "بنيامين فرانكلين" الذي يقال إنه كان يحتفظ بعملاته في حافظة من الأسبستوس (مادة غير قابلة للاحتراق) لكي لا تحدث ثقبًا في جيبه - تجنب الوقوع في هذه المشكلة لو أنه كان كبير المسئولين التنفيذيين.

400 لقد توصلت دراسة أجرتها صحيفة " Business Week " أنه منذ عام 1995 وحتى عام 2001 انتهت بنسبة 61% من بين ما يزيد على 300 عملية دمج هائلة بتدمير ثروة مساهمي الشركة المستحوذة، وهو موقف يُعرف بـ " لعنة الفائز" أو "ندم المشتري". إن المستحوذين الذين يستخدمون الأسهم أكثر من النقد لسداد ثمن الصفقة يقل مستوى أدائهم عن الشركات المنافسة بـ 8% ("ديفيد هنري" مقال بعنوان Mergers : Why Most Big Deals Don ' t Pay off مجلة Business Week 14 أكتوبر عام 2002 الصفحات 60 -70). ولقد توصلت دراسة أكاديمية مماثلة إلى أن الاستحواذ على شركات خاصة، وفروع الشركات العامة يحقق عوائد سهمية إيجابية؛ ولكن عمليات الاستحواذ على الشركات العامة بأسرها تتسبب في إحداث خسائر لمساهمي الشركة الفائزة المقدمة للعطاء مقال What do Returns to Acqu iring Firms Tell us ? "بقلم كل من "كاثلين فولر" و"جيفري نيتر" و"مايك ستيجمولر"، في صحيفة *Journal of Finance* . المجلد 57 رقم 4 أغسطس 2002، الصفحات 1763- 1793).

أما في المجموعة الثانية، فيجب أن نضع في الاعتبار أنه بحلول نهاية عام 2001 قامت شركة أوراكل بتكديس أموال نقدية تقدر بـ 5 ملايين دولار. في حين اختزنت شركة سيسكو سيستمز 7.5 مليار دولار على الأقل بينما قامت شركة مايكروسوفت بجمع 38.2 مليار دولار أخذت قيمتها تتزايد بما يصل في المتوسط إلى مليوني دولار في الساعة 401 . فإلى أي مدى يمكن أن

يصل اليوم الأسود الذي كان يستعد له "بيل جيتس" بكل هذه القروش البيضاء؟

401 مع تدني الفوائد إلى أقصى الحدود فإن هذا القدر من الأموال السائلة لا يحقق سوى عوائد دون المستوى طالما ظلت في حوزة الشركة. وكما يؤكد "جراهام": " طالما ظلت تلك الأموال الإضافية داخل الشركة فلن يستفيد المساهمون الخارجيون منها سوى النزر اليسير. (طبعة عام 1949 صفحة 232). ومما لا شك فيه أنه بحلـــول نـهاية عــام 2002 تضــخم مــيزان نقــد مايكروسوفت حتى بلغ 43.4 مليار دولار، وهو دليل علـى أن الشـركة لـم تجـد أي شـيء مفيـد تنفق فيـه الأمـوال التـي كان نشاطها يقوم بتوليـدها. وعلى حد قـول "جراهـام"، لقـد كـانت عمليـات " مايكروسـوفت " تتسم بالكفاءة، وهو ما كانت تفتقر إليه الشئون المالية للشركة. وكخطوة على طريق إيجاد حل لهذه المشكلة أعلنت شركة " مايكروسوفت " في أوائل عام 2003 أنها سوف تبدأ في دفع توزيعات ربع سنوية.

إن الدليل الواضح يشير إلى أن العديد من الشركات لا تعلم كيف تحول الأموال النقدية الفائضة إلى عوائد إضافية، ولكن ما الذي ينبئنا به الدليل الإحصائي؟

- • إن البحث الذي أجراه المديران الماليان "روبرت أرنــوت" و "كلـيفورد أسـنس" توصـل إلـى أنـه عنـدما تنخفـض التوزيعـات الجاريـة تنخفـض الأربـاح التـي تحققـها الشـركة فـي المسـتقبل؛ أمـا عنـدما تـرتفع

التوزيعات الجارية فترتفع بالتالي الأرباح المستقبلية للشركة. وخلال الفترات التي تصل في المتوسط إلى 10 سنوات، فإن معدل نمو الأرباح يرتفع بنسبة 3.9 نقطة عندما تكون التوزيعات مرتفعة عنها عندما تكون منخفضة 402 .

-

402 مقال "روبرت دي. أرنوت" و " كليفورد إس. إسنس" Surprise ! Higher Dividends = Hi gher Earnings Growth في جريدة *Financial Analysts Journal* / يناير فبراير عام 2003 صفحة 70 -87.

- • لقد توصل أستاذا المحاسبة بروفسير "دورون نسيم" و "أمير زيف" إلى أن الشركات التي تقوم بزيادة التوزيعات لا تحقق عوائد سهمية أفضل فحسب، وإنما "ترتبط زيادة التوزيعات بمعدل أعلى من الربحية المستقبلية طوال أربع سنوات من تغيير التوزيعات" 403 .

-

403 "دورون نيسم" و "أمير زيف" " Dividend Changes and F uture Profitability " صحيفة " *The Journal of Finance* " مجلد 56، رقم 6، ديسمبر 2001 صفحة 2111 -2133. ويتفق الباحثون الذين يختلفون في الرأي مع النتائج التي توصل إليها " أرنوت " و " أسنس " بشأن الأرباح المستقبلية على أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى عوائد سهمية مستقبلية أعلى. انظر مقال "شلوموبن

بنـارتزي"، و "رونـي ميشـالي" و "ريتشـارد تـيلر" " Do Changes in Dividends Signal the Future or The Past? " في جريدة *The Journal of Finance* مجلد 52 رقم 3، يوليو عام 1997. الصفحات 1007 - 1034.

وباختصار فإن غالبية المديرين يخطئون عندما يقولون إنهم يستطيعون أن يستغلوا أموالك بصورة أفضل منك. إن دفع التوزيعات لا يضمن تحقيق نتائج عظيمة، ولكنه يحسـن عوائـد السـهم التقليـدي من خـلال استخلاص بعـض النقـد مـن أيـدي المـديرين قبـل أن يبـددوه أو يكنزوه.

البيع بثمن بخس، والشراء بثمن باهظ

ماذا عن الرأي القائل بأنه في وسع الشركات أن تُحسِن اسـتغلال الأمـوال النقدية الإضافية عن طريق إعـادة شراء أسهمها؟ عندما تقوم شركة بإعادة شراء بعض من أسهمها فإنها تقلل بذلك عدد أسهمها القائمة. حتى إن ظـل صافي دخلها منخفضًا فإن ربحيـة سهم الشـركة سوف ترتفع ما دام إجمالي أرباحها سوف يوزع على عدد أقل من الأسهم. وهو الأمر الذي سيؤدي بدوره إلى رفـع سـعر السـهم. والأفضـل مـن ذلـك أنـه بالنسـبة للمسـتثمرين الـذين لا يـرغبون فـي بـيع أسهمهم، فإن إعـادة شـراء الأسهم تكون معفاة من الضرائب وذلك عكس التوزيعات 404 . وهكذا تزيد قيمة السهم دون أن تزيد ضرائبهم. وإذا كانت الأسهم رخيصة الثمن فإن إنفـاق الفـائض النقـدي علـى إعـادة شـراء الأسـهم هـو

طريقة مُثلى لاستغلال رأس مال الشركة 405 .

404 إن الإصلاحات الضريبية التي اقترحها الرئيس " جورج دبليو. بوش " في أوائل عام 2003 كان من شأنها تغيير الضريبة المفروضة على التوزيعات، ولكن لم يعرف بعد مصير تلك التشريعات حتى وقت نشر هذا الكتاب.

405 من الناحية التاريخية، اتبعت الشركات أسلوبًا اتسم بالتعقل إزاء عمليات إعادة شراء الأسهم؛ حيث تقوم بخفضها عند ارتفاع أسعار السهم، وزيادتها عندما تنخفض الأسعار. بعد انهيار سوق الأسهم في 19 أكتوبر عام 1987 أعلنت 400 شركة عمليات إعادة شراء جديدة خلال الاثني عشر يومًا التي تلت ذلك فقط، في حين قامت 107 شركات بالإعلان عن برامج إعادة شراء جديدة في بداية العام عندما كانت أسعار الأسهم مرتفعة كثيرًا. انظر مقال " مورإلى جاجاناثان " و " كليفورد بي. ستيفن" و "مايكل إس" و "ويسباخ" " Financial Flexibility and the Choice Between Dividends an d stock Repurchases " صحيفة *The Journal of Financial Economics* مجلد 57، العدد 3، سبتمبر عام 2000، صفحة 362.

إن كل هذا صحيح من الناحية النظرية، ولكن لسوء الحظ فإن عملية إعادة شراء الأسهم أصبحت تخدم غرضًا شريرًا على أرض الواقع. والآن وبعدما أصبح منح خيارات الأسهم يشكل جزءًا كبيرًا من التعويض للمديرين في الشركات، تقوم العديد من الشركات خاصة

في مجال صناعات التكنولوجيا المتقدمة بإصدار مئات الملايين من الأسهم لمنحها للمديرين الذين يمارسون خيارات الأسهم 406 . ولكن سوف يؤدي ذلك إلى زيادة الأسهم القائمة، وتقليص ربحية السهم. ولمواجهة عملية خفض قيمة الأسهم، على الشركات أن تعيد شراء ملايين الأسهم من السوق المفتوحة. وبحلول عام 2000 كانت الشركات تنفق نسبة 41.8 من إجمالي صافي دخلها لإعادة شراء أسهمها؛ وذلك بعد أن كانت قد أنفقت 4.8% في عام 1980 407 .

406 إن خيارات الأسهم التي تمنحها شركة لمديريها وموظفيها تمنحهم الحق (وليس الالتزام) في شراء الأسهم في المستقبل بسعر منخفض. ويطلق على عملية تحويل الخيارات "ممارسة" الخيارات. ويستطيع الموظفون بيع الأسهم بالسعر السوقي الحالي، والحصول على الفرق كنوع من أنواع الأرباح. ولأنه يمكن ممارسة مئات الملايين من الخيارات في عام معين، ينبغي على الشركة زيادة ما تعرضه من الأسهم القائمة. وهكذا يمكن نشر إجمالي صافي دخل الشركة على عدد أكبر من الأسهم مما يقلل من ربحية الأسهم. وبالتالي تشعر الشركة بأنها مضطرة لإعادة شراء أسهم أخرى لإلغاء الأسهم التي تم إصدارها لحملة الخيارات. وفي عام 1998 اعترف 63.5% من كبار المسئولين الماليين بأن مواجهة عملية انخفاض القيمة بسبب الخيارات كان السبب الرئيسي وراء عمليات إعادة شراء الأسهم (انظر باب CFO Forum تحت عنوان " The Buyback Track " في مجلة *Institutional Investor* عدد

يوليو 1998).

407 من العوامل الرئيسية التي أسهمت في إحداث التغيير، كان قرار هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية، في عام 1982، بالتخفيف من شدة قيودها التي كانت مفروضة على إعادة شراء الأسهم. انظر مقال كل من "جوستافو جرولون" و "روني ميكايلي" " Dividends ، Share Repurchases ، and the Substitution Hypot hesis " من صحيفة " *The Journal of Finance* " مجلد 57، العدد 4، أغسطس 2002 صفحات 1649- 1784.

دعونا نلق نظرة على شركة أوراكل، الشركة العملاقة التي تعمل في مجال برامج الكمبيوتر. خلال الفترة ما بين 1 يونيو عام 1999 و 31 مايو عام 2000 قامت شركة أوراكل بإصدار 101 مليون سهم عادي لكبار المسئولين التنفيذيين، و 26 مليون سهم آخر لموظفيها بتكلفة بلغت 484 مليون دولار. وفي الوقت نفسه، وللحيلولة دون أن تؤدي خيارات الأسهم التي تم إصدارها من قبل إلى خفض قيمة ربحية الأسهم، أنفقت أوراكل 5.3 مليار دولار أو 52% من إجمالي عوائدها ذلك العام لشراء 290.7 مليون سهم. ولقد أصدرت أوراكل الأسهم للعاملين بها بسعر 3.53 دولار للسهم، ثم قامت بإعادة شرائه بسعر بلغ في المتوسط 18.26 دولار. البيع بسعر بخس، والشراء بسعر باهظ فهل هذا أسلوب جيد "لتعزيز" قيمة المساهمين؟ 408

408 لقد أصر " جراهام" في جميع كتاباته على أن

إدارات الشركات لا تتحمل مسئولية ضمان عدم التهوين من قيمة السهم فحسب، بل عليها أيضًا ضمان عدم التهويل في قيمته كذلك. وعلى حد قوله في كتابه Security Analysis (515 صفحة: 1934 (عام " إن مسئولية الإدارة المتمثلة في الحفاظ على مصالح المساهمين تشمل الحيلولة دون التقليل من قيمة أوراقهم المالية، أو المبالغة في تقييمها إن استطاعوا إلى ذلك سبيلًا ". وهكذا فإن تعزيز قيمة المساهمين لا تعني فقط ضمان عدم تدني سعر السهم للغاية فحسب، وإنما تعني كذلك عدم ارتفاعه إلى مستويات لا داعي لها. يا ليت المسئولين التنفيذيين لشركات الإنترنت انتبهوا لما نطق به "جراهام" من حكم في عام 1999!

بحلول عام 2002 انخفض سهم أوراكل إلى أقل من نصف أقصى ارتفاع له عام 2000. والآن وبعد أن أصبحت أسهمها أرخص ثمنًا هل هرعت أوراكل لإعادة شراء الأسهم؟ خلال الفترة ما بين 1 يونيو عام 2001 و 31 مايو عام 2002 قامت شركة أوراكل بخفض عمليات إعادة شراء الأسهم لتصل إلى 2.8 مليار دولار؛ وذلك لأن مسئوليها التنفيذيين والموظفين مارسوا بعضًا من خيارات الأسهم ذلك العام. ويتجلى لنا نمط الشراء بثمن باهظ والبيع بثمن بخس في العشرات من شركات التكنولوجيا الأخرى.

ولكن ماذا يحدث هنا؟ هناك عاملان مدهشان لهما تأثيرهما هنا وهما:

-• إن الشركات تحصل على مهلة ضريبية عندما يمارس المسئولون التنفيذيون والموظفون خيارات الأسهم (التي تعتبرها مصلحة الدخل الأمريكية بمثابة "تعويض تكلفة" بالنسبة للشركة) 409 . خلال السنوات المالية من عام 2000 وحتى عام 2002 حصدت شركة أوراكل على سبيل المثال، 1.69 مليار دولار في صورة مميزات ضريبية حين حول العاملون الخيارات إلى أموال نقدية، في حين حصلت شركة سبرينت على 678 مليون دولار في صورة مميزات ضريبية حين احتجز مسئولوها وموظفوها 1.9 مليار دولار في صورة أرباح خيارات في عام 1999 وعام 2000.

-

409 على الرغم من أن الخيارات تعد تعويض تكلفة على الإقرارات الضريبية للشركة فإنها لا تعد بمثابة تكلفة على بيان الدخل في التقارير المالية التي تقدم إلى المساهمين. ولا يسع المستثمرين سوى أن يأملوا في أن تؤدي الإصلاحات المحاسبية إلى تغيير هذه الممارسات السخيفة.

- • إن كبير المسئولين التنفيذيين الذي يتم تعويضه تعويضًا كبيرًا بخيارات الأسهم من مصلحته تفضيل إعادة شراء الأسهم على التوزيعات ولكن لماذا؟ لأسباب فنية تتزايد قيمة الخيارات مع تزايد حدة تقلبات أسعار الأسهم، وهكذا إذا قام المديرون بزيادة التوزيعات فإنهم بذلك يقللون من قيمة خيارات الأسهم 410 .

-

410 انظر مقال "جورج دابليو. فين" و "نيللي ليانج" بعنوان: Corporate Payout Po licy and Managerial Stock Incentives صحيفة *Economics J ournal of Financial* مجلد رقم 60 عدد رقم (1)، أبريل عام 2001 الصفحات 45- 72. إن التوزيعات تحد من تقلبات الأسهم من خلال توفير دخل جار يحمي المساهمين من تقلبات القيمة السوقية. لقد توصل العديد من الباحثين إلى أن متوسط ربحية الشركات التي تتبع برامج إعادة شراء الأسهم (ولكن بدون دفع توزيعات نقدية) أكثر تقلبًا من الشركات التي تدفع توزيعات بما يعادل الضعف. أما الأرباح الأكثر تغيرًا فسوف تؤدي إلى إحداث مرونة في أسعار الأسهم مما يرفع من قيمة خيارات أسهم المديرين عن طريق خلق مزيد من الفرص عندما ترتفع أسعار الأسهم بصورة مؤقتة. واليوم أصبح مصدر ثلثي تعويضات المديرين يأتي في صورة خيارات وغيرها من المكافآت غير النقدية؛ أما منذ ثلاثين عامًا فقد كان ثلثا التعويضات يأتيان في صورة نقد.

لا عجب إذن أن يرغب كبار المسئولين التنفيذيين في إعادة شراء الأسهم على أن يدفعوا توزيعات بغض النظر عن أية مبالغة في تقييم الأسهم، أو ما إذا كان ذلك من شأنه تبديد موارد المساهمين الخارجيين.

الإبقاء على جميع خياراتهم متاحة

وفي الختام فإن المستثمرين الذين هم أشبه بالنيام

تـركوا شـركاتهم لقمـة سـائغة فـي أفـواه المـديرين التنفيذيين الذين يحصلون على رواتب خيالية وعلى نحـو غـير معقـول بالمرة. فـي عـام 1997 عـاد "ستيف جوبز" وهو أحد مؤسسي شركة أبل كمبيوتر إلى شركة أبل ككبير المديرين التنفيذيين "مؤقتًا"، ولأنه كان رجلًا ثريًّا بالفعل أصر "جوبز" على أن يحصل على راتب نقدي تصل قيمته إلى دولار واحد فقط سنويًّا. وفي نهاية عام 1999 وتعبـيرًا عـن امتنانـهم لتوليـه منصـب كبـير المســئولين التنفيـذيين "طـوال العـامين والنصـف الماضيين بدون مقابل" قام مجلس الإدارة بمنحه طائرة خاصة من طراز "جالف ستريم" بتكلفة تصل إلى 90 مليون دولار. وفي الشهر الذي يليه وافق "جوبز" على إلغاء لفظ "مؤقت" من لقبه وكافأه مجلس الإدارة على ذلك بمنحه خيارات على 20 مليون سهم (حتى ذلك الحين كان "جوبز" يمتلك سهمين فقط في شركة أبل).

إن المبدأ وراء منح الخيارات هو توحيد المصالح بين المـديرين والمسـتثمرين الخـارجيين. فـإذا كنـت مـن المساهمين الخارجيين في شركة أبل فأنت ترغب في أن يكافأ المديرون فقط إذا ما حققت أسهم أبل عوائد فائقة، فلا شيء أكثر عدلًا بالنسبة لك ولمالكي الشركة الآخـرين مـن هـذا. ولكـن كمـا أوضـح "جـون بوجلـي"، الرئيس السابق لصناديق فانجارد، فإن جميع المديرين يبيعون السهم الذي يتلقونه فور ممارستهم لخياراتهم. إذن كيف يمكن أن يؤدي التخلص من ملايين الأسهم للحصول على أرباح فورية إلى توحيد مصالحهم مع مصالح المساهمين الأوفياء للشركة منذ فترة طويلة؟

وفي حالة "جوبز" إذا ما ارتفعت قيمة سهم أبل بنسبة 5% سنويًا في بداية عام 2010 فإنه يستطيع أن يحول خياراته إلى نقد مقابل 548.3 مليون دولار. بمعنى آخر، حتى إذا لم تزد أرباح أسهم أبل على نصف متوسط العائد طويل الأجل لسوق الأسهم بأسره فسوف يحصل "جوبز" على نصف مليار دولار من الهواء" 411 . فهل هذا يؤدي إلى توحيد مصالحه بمصلحة مساهمي "أبل"- أو ألا يضر هذا بالثقة التي أولاها المساهمون لمجلس الإدارة؟

411 بيان التوكيل الخاص بشركة " أبل كمبيوتر" المتعلق بالاجتماع السنوي الذي عقد في أبريل عام 2001 صفحة 80 متاح على موقع (www . sec . gov). تم تعديل خيارات "جوبز" وملكية أسهمه لتقسيم الأسهم بنسبة 2 إلى 1.

إن قراءة بيان التوكيل بدقة تمنح المالك الذكي الخيار للتصويت ضد أية خطط لتعويض المسئولين التنفيذيين تستغل منح خيارات الأسهم لتحويل ما يزيد على 3% من الأسهم القائمة للشركة إلى أيدي المديرين. وعليك كذلك الاعتراض على أية خطة لا تجعل منح الخيارات مرهونًا بتحقيق نتائج فائقة بأن تتفوق على متوسط الأسهم في الصناعة نفسها لمدة تصل إلى خمس سنوات على الأقل. لا يحق لأي مسئول تنفيذي كبير أن يصبح ثريًا إذا لم يحقق النتائج المطلوبة منه.

فكرة أخيرة

دعونا نعد لاقتراح "جراهام" بأنه يتحتم على أعضاء

مجلس إدارة الشركة المستقلين أن يرسلوا تقارير كتابية للمساهمين يشيرون فيها إلى ما إذا كان نشاط الشركة تتم إدارته بصورة ملائمة نيابة عن مالكي الشركة الحقيقيين أم لا. ولكن ماذا إذا اضطر هؤلاء الأعضاء المستقلون إلى تبرير سياسات الشركة الخاصة بالتوزيعات وعمليات إعادة شراء الأسهم؟ وماذا يحدث إذا اضطروا إلى وصف كيفية الإثبات بالبراهين أنه لم يبالغ في أجور كبار المديرين بالشركة؟ وماذا سيحدث إذا أصبح مالكو الشركة أذكياء وقاموا بقراءة التقرير بالفعل؟

الفصل 20

"هامش الأمان" كمفهوم استثماري جوهري

جاء في الأسطورة القديمة أن الحكماء اختزلوا تاريخ حياة البشر في عبارة واحدة وهي: "هذا أيضًا سوف يمر" 412 ، وعندما واجهنا تحديًا مماثلًا من أجل اختصار سر الاستثمار الجيد في كلمتين فحسب غامرنا برفع شعار "هامش الأمان". هذا هو الخيط الذي يجمع بين جميع الأفكار السابقة الخاصة بسياسة الاستثمار والذي ظهر واضحًا جليًا عادة وإن بدا الأمر في بعض الأحيان غير مباشر. دعونا الآن نقم، باختصار، بطرح الموضوع ولكن في صورة نقاش متكامل ومترابط الأجزاء.

412 يقال إن ملكًا شرقيًا كلف حكماءه بأن يخترعوا له جملة، تكون حاضرة وحقيقية وملائمة لجميع الأزمان ولجميع المواقف، فاخترعوا جملة " وهذا أيضًا سوف يمر" لكم هي معبرة! كم هي عبارة تطهر القلب عند الشعور بالكبرياء! وكم يجد فيها المرء العزاء والسلوان في أشد حالات الضيق! "وهذا أيضًا سوف يمر"، ولكن دعونا نأمل ألا تكون حقيقية تمامًا من خطاب "إبراهام لينكولن" في جمعية ولاية ويسكونسن الزراعية في "ميلواكي" 30 سبتمبر عام 1859، وتجد باقي هذا الخطاب في كتاب *Abraham Lincoln : Speeches and Writings* ، 1859 – 1865. (مكتبة أمريكا 1985) المجلد 2، صفحة 101.

إن جميع المستثمرين يدركون أن مفهوم هامش الأمان لـه أهميـة جوهريـة من أجل اختيـار السندات الجيـدة والأسهم الممتازة. فعلى سبيل المثال، كان من المفترض أن يحقق سهم السكك الحديدية خمسة أمثال إجمالي رسـومه الثابتـة (قبـل ضـريبة الـدخل)، ولكـن سـوف يسـتغرق تـأهل سنداتها لمستوى إصدارات الاستثمار عدة سنوات. إن هذه القدرة السابقة على تحقيق ربح تفوق متطلبات الفائدة يمثل هامش الأمان الذي يعتمد عليه لحماية المستثمر من الخسارة أو الإحباطات في حالة حدوث انخفاض في صافي الدخل في المستقبل . (إن الهامش الذي يزيد على الرسوم يمكن التعبير عنه بأساليب أخرى؛ فعلى سبيل المثال يمكن القول بأنه عبارة عن النسبة التي قد تنخفض بها العوائد أو الأرباح قبل التوازن بعد اختفاء الفوائد، ومع هذا تظل الفكرة الأساسية كما هي).

إن مستثمر السندات لا يتوقع أن يكون متوسط الأرباح المستقبلية مثلما كان في الماضي. وإذا كان واثقًا بذلك، فإن الهامش المطلوب قد يكون محدودًا. وهو لا يعتمد إلـى حد معين على حكمه بشأن ما إذا كانت الأرباح المستقبلية أفضل مما كانت عليه في الماضي أم أدنى، أما إذا فعل، فإنه سوف يتحتم عليه قياس هامشه على ضوء حساب الدخل المتوقع المدروس جيدًا بدلًا من التأكيد على هامش الأمان الذي كان في السجل السابق. وتتمثل وظيفة هامش الأمان، في جوهره هنا، في جعل أي تقدير دقيق للمستقبل غير ضروري. فإذا كان الهامش كبيرًا، فإنه يكفي الافتراض بأن الأرباح المستقبلية لن

تنخفض انخفاضًا كبيرًا عن الأرباح الماضية، وذلك لكي يشعر المستثمر بالحماية بدرجة كافية ضد تقلبات الزمن.

ويمكن حساب هامش أمان السندات، بدلًا من ذلك، عن طريق مقارنة إجمالي قيمة المشروع بمقدار الدين (ويمكن اتباع أسلوب الحساب نفسه مع إصدار السهم الممتاز). فإذا كان المشروع مدينًا بـ 10 ملايين دولار في حين تبلغ قيمته 30 مليون دولار، فهناك مجال لحصول تقلص في ثلثي القيمة على الأقل من الناحية النظرية قبل أن يتكبد حملة السندات أية خسائر. إن مقدار هذه القيمة الإضافية أو "العلاوة" التي تزيد على قيمة الدين يمكن احتساب نسبتها بدلًا من ذلك باستخدام متوسط السعر السوقي لإصدارات الأسهم الثانوية خلال عدد من السنوات. ونظرًا لأن متوسط أسعار الأسهم يرتبط عامة بمتوسط القدرة على تحقيق الأرباح، فإن هامش "قيمة المشروع" على الدين وهامش الأرباح على الرسوم سوف يسفر عن نتائج مماثلة.

وهكذا فإنه لا فائدة من تطبيق مفهوم هامش الأمان على "الاستثمارات ذات القيمة الثابتة"، ولكن هل يمكن تطبيق هذا المفهوم في مجال الأسهم العامة؟ نعم، ولكن مع إدخال بعض التعديلات الضرورية.

هناك حالات يمكن فيها اعتبار السهم العادي جيدًا لأنه يتمتع بهامش أمان ضخم يماثل هامش أمان السند. وسوف يحدث ذلك على سبيل المثال عندما يكون السهم القائم الوحيد في الشركة هو السهم العادي الذي

يباع في ظل الكساد بأقل من قيمة السندات التي يمكن إصدارها بأمان مقابل ملكيتها وقدرتها على تحقيق الأرباح 413 . كان ذلك هو مركز عدد من الشركات الصناعية قوية التمويل التي بلغت أسعارها المنخفضة مستويات عامي 1932 ، 1933. وفي مثل هذه الحالات يستطيع المستثمر الاستفادة من هامش الأمان الذي يرتبط بالسند إلى جانب فرص الحصول على دخل ضخم: ارتفاع قيمة أصل الدين الذي يعد من السمات الأساسية في السهم العادي. (إن الشيء الوحيد الذي يفتقر إليه هو القوة القانونية للإصرار على الحصول على التوزيعات وإلا "اتخذ إجراء آخر". ولكن يعد ذلك عيبًا بسيطًا بالمقارنة بما يتوافر فيه من مزايا أخرى). إن الأسهم العادية التي يتم شراؤها في ظل مثل هذه الظروف، على الرغم من أنها غير معتادة، إلا أنها تجمع ما بين الأمان وفرص تحقيق الربح. وكمثال معاصر على هذه الحالة، دعونا نشر مجددًا إلى سهم "ناشيونال برستو إند إستريز" الذي كان يباع بإجمالي قيمة تصل إلى 43 مليون دولار في عام 1972. وفي ظل الأرباح التي حققتها الشركة مؤخرًا والتي تصل إلى 16 مليون دولار قبل الضريبة، فإن الشركة كان يمكنها بسهولة تحمل هذا المقدار من السندات.

413 القدرة على "تحقيق الأرباح" هو مصطلح "جراهام" للتعبير عن إمكانية تحقيق الشركة للأرباح أو على حد قوله "مقدار ما يُتَوقَّع أن تحققه الشركة من أرباح عامًا بعد آخر إذا ما استمرت ظروف النشاط السائدة خلال تلك الفترة كما هي ولم تتغير البتة (Security Analysis

1934، صفحة 354). إن بعضًا من محاضراته توضح أن "جراهام" كان يقصد أن يشمل المصطلح فترة تصل إلى خمس سنوات أو أكثر. ويمكن احتساب قدرة الشركة على تحقيق الأرباح لكل سهم عن طريق حساب عكس نسبة السعر إلى الأرباح؛ فالسهم الذي تبلغ نسبة سعره إلى أرباحه 11 يمكن القول بأن قدرته على تحقيق الأرباح تصل إلى 9% (أو 1 مقسوم على 11). أما اليوم فيطلق على "القدرة على تحقيق الأرباح" "عائد الأرباح".

وبالنسبة للسهم العادي المعتاد، الذي يتم شراؤه في ظل الظروف الاستثمارية العادية، فإن هامش الأمان يتمثل في القدرة على تحقيق الأرباح المتوقعة بمعدل يفوق المعدل الحالي للسندات. ولقد أوضحنا هذه النقطة في الطبعات السابقة بالأرقام التالية:

فلنفترض في حالة نموذجية مثلًا أن القدرة على تحقيق الأرباح تصل إلى 9% على السعر في حين أن معدل السند يصل إلى 4%، عندئذٍ يكون لدى مشتري السهم معدل هامش سنوي يصل إلى 5% يحسب لصالحه. ويتم دفع جزء من المبلغ الإضافي لمشتري السهم في معدل التوزيعات، على الرغم من إنفاقه إياه، ومع ذلك فإنه يدخل ضمن نتيجة استثماره الكلية. إن الرصيد الذي لا يتم توزيعه يُعاد استثماره في النشاط لحسابه، ولكن في العديد من الحالات تخفق الأرباح التي يعاد استثمارها في إضافة الكثير إلى قيمة السهم وإلى قدرته على تحقيق الأرباح (لهذا السبب لدي السوق عادة تقييم الأرباح التي تخصص من أجل التوزيعات بكرم زائد على تقييم ذلك الجزء من الأرباح

الذي يحتفظ به من أجل إعادة استثماره في النشاط 414). ولكن إذا نظرنا إلى الصورة ككل فسوف نجد أن هناك علاقة وثيقة بين نمو فائض أرصدة الشركة عن طريق إعادة استثمار الأرباح وبين نمو قيم الشركة.

414 تمت مناقشة هذه المشكلة بصورة موسعة في التعليق على الفصل 19.

وخلال فترة تصل إلى 10 سنوات قد تصل قدرة السهم الإضافية على تحقيق الأرباح عن فائدة السند في مجموعها إلى 50% من السعر المدفوع. إن هذا الرقم يكفي لتوفير هامش أمان حقيقي الذي يمكنه، في ظل الظروف المواتية، منع الخسارة أو الحد منها. فإذا ما توافر هذا الهامش في كل قائمة منوعة من القوائم التي تضم عشرين سهمًا أو أكثر، فسوف تزيد إمكانية تحقيق نتيجة إيجابية "في ظل الظروف العادية". لهذا السبب لا تتطلب سياسة الاستثمار في الأسهم العادية المختارة قدرات عالية من الحكمة والتبصر لتحقيق النجاح. فإذا تمت عمليات الشراء طبقًا لمتوسط مستوى السوق خلال عدة سنوات فإن الأسعار المدفوعة ينبغي أن تحمل معها هامش أمان كافيًا. إن الخطر الذي يحدق بالمستثمرين يكمن في تركيز عمليات شرائهم في المستويات العليا من السوق أو في شراء الأسهم العادية المختارة التي تحمل مخاطرة تقلص القدرة على تحقيق الأرباح أكبر من المتوسط.

وكما نرى، فإن المشكلة الحقيقية للاستثمار في الأسهم العادية في ظل ظروف عام 1972 تكمن في حقيقة أنه

في حالة نموذجية تكون القدرة على تحقيق الأرباح أقل كثيرًا من 9% على السعر المدفوع 415 . دعونا نفترض أنه عن طريق التركيز إلى حد ما على الإصدارات ذات المضاعف المنخفض بين الشركات الكبرى يمكن للمستثمر المتحفظ الحصول على حقوق ملكية تعادل الأرباح الحالية باثنتي عشرة مرة بمعنى عائد أرباح على التكلفة يصل إلى 8.33%. وفي وسع المستثمر المتحفظ الحصول على عائد توزيعات يصل إلى 4% في الوقت الذي سوف تتم إعادة استثمار 4.33% من تكلفته في النشاط لصالحه. وعلى هذا، فإن تفوق قدرة السهم على تحقيق الأرباح على فائدة السهم خلال عشر سنوات يظل أساسًا محدودًا للغاية لتكوين هامش أمان كافٍ. لهذا السبب نشعر بأن هناك مخاطر حقيقية حتى مع وجود قائمة منوعة من الأسهم العادية الجيدة. ولكن يمكن تعويض المخاطر تعويضًا كاملًا عن طريق إمكانات تحقيق الأرباح في القائمة؛ وقد لا يكون أمام المستثمر أي خيار آخر غير تكبدها، وإلا وجد نفسه يجابه مخاطر أكبر تتمثل في الاحتفاظ بحقوق ثابتة تُدفَع بدولارات تتناقص قيمتها باطراد. ومع هذا ينبغي على المستثمر أن يعترف، وأن يتقبل من الناحية الفلسفية بقدر ما يستطيع، حقيقة أن "إمكانات الأرباح الجيدة التي تصاحبها مخاطرة محدودة "لم تعد متاحة أمامه 416 .

415 يلخص "جراهام" ببلاغة وبراعة المناقشة التالية التي جاءت في محاضرة ألقاها عام 1972 كما يلي: "إن هامش الأمان عبارة عن الفرق بين نسبة معدل الأرباح

على السهم بالسعر الذي دفعته مقابلة ومعدل الفائدة على السندات، وهذا الهامش هو الفرق الذي سوف يستوعب أي تطورات غير مرغوب فيها. وفي الوقت الذي ظهرت فيه نسخة عام 1965 من هذا الكتاب الذي بين يديك، كان السهم التقليدي يباع بما يفوق أرباحه بإحدى عشرة مرة محققًا عائدًا يصل إلى 9% بالمقارنة بعائد يصل إلى 4% للسندات. وفي هذه الحالة تحقق هامش أمان يزيد على 100%. والآن في عام [1972] ليس هناك فرق بين معدل الأرباح على الأسهم وسعر الفائدة على الأسهم، وإنني أقول إنه ما من هامش أمان... بل لديك هامش أمان سلبي على الأسهم... " انظر Benjamin Graham : Thoughts on Security Analysis " [نص محاضرة في كلية الأعمال بجامعة شمال ولاية ميسوري، مارس 1972] جريدة *Financial History* العدد رقم 42 مارس عام 1991 صفحة 9.

416 إن هذه الفقرة التي كتب جراهام خلالها في أوائل عام 1972 هي وصف صادق ودقيق للحالة التي كان عليها السوق في أوائل عام 2003 (وللمزيد من التفاصيل، انظر التعليق على الفصل الثالث).

ومع ذلك، فإن مخاطرة دفع سعر باهظ للغاية مقابل الأسهم ذات الجودة العالية عندما تكون حقيقية ليس هو الخطر الرئيسي الذي يواجهه المشتري العادي للأوراق المالية. إن ملاحظاتنا عبر السنين علمتنا أن مصدر الخسائر الرئيسية التي يتكبدها المستثمرون هو شراء الأوراق المالية منخفضة الجودة إبان ظروف النشاط المواتية. إن المشترين يرون أن الأرباح الجيدة

تعادل "القدرة على تحقيق الأرباح" ويفترضون أن الرخاء مرادف للأمان. وفي أثناء تلك السنوات يمكن بيع السندات والأسهم الممتازة منخفضة المستوى للجماهير بسعر يقترب من القيمة الاسمية لأنها لا تدر عائدًا مرتفعًا أو أنها تحمل ميزة تحويل جذابة بصورة مخادعة. وفي هذا التوقيت أيضًا يتم طرح الأسهم العادية للشركات المجهولة بأسعار تزيد على الاستثمار المادي الملموس اعتمادًا على قوة تحقيق معدل نمو ممتاز طوال عامين أو ثلاثة.

إن هذه الأوراق المالية لا تقدم هامش أمان كافيًا بأي شكل من الأشكال. إن تغطية رسوم الفائدة والتوزيعات الممتازة لابد من اختبارها خلال عدد من السنين تضم فترة من المشروعات دون المستوى مثلما كان الأمر في عامي 1970 و 1971. وينطبق الأمر ذاته على أرباح الأسهم العادية إذا كانت مؤهلة لأن تكون بمثابة مؤشر على القدرة على تحقيق الأرباح. وهكذا فإن غالبية الاستثمارات التي تتم في ظل الظروف الجيدة وبأسعار جيدة لابد أن تعاني انخفاض الأسعار الذي يبعث على الانزعاج عندما يتلبد الجو بالغيوم بل وقبل ذلك. ولا يستطيع المستثمر أن يعتمد بثقة على حدوث انتعاش في نهاية الأمر على الرغم من حدوث ذلك في بعض الحالات؛ وذلك لأنه ليس لديه هامش أمان حقيقي يدعمه في الأوقات العصيبة.

إن فلسفة الاستثمار في أسهم النمو توازي جزئيًا مبدأ هامش الأمان وتعارضه أيضًا بصورة جزئية. إن مشتري أسهم النمو يعتمد على القدرة المتوقعة على تحقيق

الأرباح والتي تكون أكبر من المستوى المتوسط الذي تحقق في الماضي. وهكذا يمكن القول بأنه قام باستبدال تلك الأرباح المتوقعة بالسجل السابق عند حساب هامش الأمان. وطبقًا لنظرية الاستثمار، لا يوجد مبرر لاعتبار الأرباح المستقبلية التي يتم تقديرها بدقة دليلًا أقل جودة في الاعتماد عليه عن سجل الماضي فقط؛ ففي حقيقة الأمر أصبح تحليل الأوراق المالية يفضل الاعتماد على تقييم جيد ومتقن للمستقبل أكثر من ذي قبل. وهكذا فإن أسلوب الاعتماد على أسهم النمو قد يوفر هامش أمان كما هي الحال في الاستثمار العادي شريطة أن يتم احتساب التوقعات المستقبلية على نحو محافظ، وعلى أن تُظهر هامشًا مُرضيًا فيما يتعلق بالسعر المدفوع.

إن خطر برنامج أسهم النمو يكمن في هذه النقطة على وجه التحديد. فالسوق تميل، بالنسبة لمثل هذه الإصدارات الممتازة، إلى وضع أسعار لا تتم حمايتها على نحو كافٍ بتوقعات محافظة فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية. (من قواعد الاستثمار الحكيم الأساسية؛ إن جميع التقديرات عندما تختلف عن الأداء السابق لابد أن تخطئ ولو بصورة طفيفة فيما يتعلق بجانب التقليل من شأن القيمة) إن هامش الأمان يعتمد دائمًا على السعر الذي يتم دفعه. فقد يكون هامش الأمان كبيرًا عند سعر معين أو صغيرًا عند سعر آخر مرتفع وغير موجود على الإطلاق عند سعر مرتفع آخر. فإذا أشرنا إلى أن متوسط مستوى السوق بالنسبة لأسهم النمو مرتفع للغاية لتوفير هامش أمان كافٍ للمشتري، فإن

الاعتماد على أسلوب بسيط من عمليات الشراء المنوعة في هذا المجال لن يجدي نفعًا؛ فالأمر سوف يتطلب درجة خاصة من التبصر والحكمة لكى يتغلب الاختيار الفردي الحكيم على المخاطر المتأصلة في المستوى المعتاد لمثل هذه الإصدارات ككل بالسوق.

إن فكرة هامش الأمان تتضح بجلاء عند تطبيقها على مجال الأوراق المالية منخفضة القيمة أو الزهيدة؛ حيث لدينا هنا، بحكم التعريف، فرق إيجابي بين السعر من ناحية والقيمة المشار إليها أو التي تم تقديرها. وهذا الفرق هو هامش الأمان. وهو متاح لاستيعاب تأثير الحسابات الخاطئة أو ما هو أسوأ من الحظ العادي. إن مشتري الإصدارات الرخيصة يضع تركيزًا خاصًا على قدرة الاستثمار على تحمل التطورات المعاكسة لأنه في أغلب هذه الحالات لا يكون لديه حماس حقيقي حيال احتمالات نجاح الشركة وإمكاناتها. وعلى الرغم من أنه إذا كانت احتمالات نجاح الشركة سيئة بشكل مؤكد فسوف يفضل المستثمر تجنب الورقة المالية مهما كانت رخيصة الثمن. ولكن الإصدارات المقيمة بأقل من قيمتها ظهرت، في أغلبها، نتيجة لغموض مستقبل هذه الإصدارات. فإذا تم شراء تلك الأوراق على أساس أنها صفقة رخيصة فإن أي انخفاض معتدل في القدرة على تحقيق الأرباح يجب ألا يحول دون إظهار الاستثمار لنتائج مُرضية، وعندئذٍ يكون هامش الأمان قد حقق الغاية منه.

نظرية التنويع

هناك علاقة منطقية وثيقة بين مفهوم هامش الأمان ومبدأ التنويع؛ فكل منهما يرتبط بالآخر. فحتى حين يكون هامش الأمان في صالح المستثمر فإن الورقة المالية الفردية قد تسوء نتائجها؛ فهامش الأمان يضمن له فرصة أفضل لتحقيق الربح عن تكبد الخسارة وهذا لا يعني أن الخسارة مستحيلة. ولكن مع زيادة عدد تلك الالتزامات يصبح من المؤكد أن مجموع الأرباح سوف يفوق مجموع الخسائر. وهذا هو الأساس البسيط الذي يقوم عليه نشاط اكتتاب التأمين.

إن التنويع يعد عقيدة راسخة في فكر الاستثمار المتحفظ، ومن خلال تقبل هذا المفهوم بصورة شاملة، يظهر المستثمرون تقبلهم لمبدأ هامش الأمان الذي يصحبه مفهوم التنويع.

معيار الاستثمار مقابل المضاربة

ما دام لا يوجد تعريف محدد للاستثمار بصفة عامة، فإن المؤسسات لها الحق في تعريفه كيفما شاءت. إن العديد منها ينفي وجود أي اختلاف مفيد أو يُعتَمد عليه بين مفاهيم الاستثمار والمضاربة. ونحن نعتقد أن هذا الشك ضار ولا داعي له. بل يلحق الأذى بالأفراد لأنه يشجع نزوعهم نحو الإثارة والمخاطرة التي تكمن في المضاربة بسوق الأسهم. ونحن نقترح أن يتم استخدام هامش الأمان كميزة وكمعيار للتمييز بين عملية الاستثمار وعملية المضاربة.

ومن المحتمل أن غالبية المضاربين يظنون أن الظروف مهيأة لصالحهم عندما يجربون حظهم؛ لهذا قد يدعون

أنهم اعتمدوا على وجود هامش أمان فيما اتبعوه من خطوات؛ فكل واحد منهم يشعر بأن الوقت مناسب تمامًا لعملية الشراء التي قام بها، أو أن قدراته ومهاراته تفوق من حوله، أو أن مستشاره أو النظام الذي يتبعه جدير بالثقة. إنهم يعتمدون على أحكامهم غير الموضوعية التي لا يدعمها أي دليل إيجابي أو أي منطق. ونحن نشك كثيرًا في أن أي شخص يغامر بماله لاعتقاده بأن السوق سوف تتجه نحو الصعود أو نحو الهبوط. لا يمكن أن نقول عنه إنه تتوافر له الحماية بهامش أمان بأي شكل من الأشكال.

وعلى النقيض من ذلك، فإن مفهوم المستثمر لهامش الأمان كما أوضحنا في بداية هذا الفصل يعتمد على منطق حسابي محدد يُستقى من البيانات الإحصائية. وفي اعتقادنا أن هذا المنطق تدعمه التجربة الاستثمارية العملية. ولا يوجد ما يضمن أن هذا الأسلوب الكمي الأساسي سوف يواصل تحقيق نتائج إيجابية في ظل ظروف المستقبل المجهولة، ولكن لا داعي للشعور بالتشاؤم أيضًا حيال هذا الأسلوب.

ولذلك، الخلاصة هي أننا نعتقد أنه لكي يكون هناك استثمار حقيقي ينبغي أن يتوافر هامش أمان حقيقي أيضًا؛ لكي يكون هناك ذلك الهامش الحقيقي، لابد أن تدعمه الأرقام والمنطق المقنع والتجربة الفعلية.

توسيع مفهوم الاستثمار

استكمالًا لمناقشتنا لمبدأ هامش الأمان لابد أن نشير إلى اختلاف آخر بين الاستثمارات التقليدية وغير التقليدية:

فالاستثمارات التقليدية تتناسب مع الحافظة المالية التقليدية. وأسفل هذا العنوان تندرج دائمًا إصدارات الحكومة الأمريكية والأسهم العادية الممتازة التي تدفع التوزيعات. ولقد أضفنا السندات التي تصدرها الولايات وسندات البلديات لمن سوف يستفيد من سماتها المتمثلة في تمتعها بالإعفاء الضريبي ومن بين تلك الإصدارات أيضًا سندات الشركات الممتازة، وذلك عندما يتم شراؤها حين تدر عائدًا يزيد على عائد سندات الادخار الأمريكية.

أما الاستثمارات غير التقليدية فهي تلك الاستثمارات التي تناسب المستثمر الجريء، وهي استثمارات تغطي مجالًا واسعًا، وأكثر الفئات اتساعًا هي فئة أسهم الشركات العادية التي تم تقويمها بأقل من قيمتها، والتي نوصي بشرائها عندما تكون متاحة بثلثي قيمتها المشار إليها أو أقل. وإلى جانب هذه الأسهم هناك عادة مجال واسع للاختيار بين السندات متوسطة التصنيف والأسهم الممتازة عندما تباع بأسعار رخيصة أو عندما يتم الحصول عليها بخصم كبير من قيمتها المعلنة. وفي تلك الحالات يطلق المستثمر العادي على تلك الأوراق المالية أوراق مضاربة لأنه يعتقد في قرارة نفسه أن افتقارها لتصنيف الجودة الممتاز هو مرادف لعدم جدارتها الاستثمارية.

نحن نعتقد أن السعر المنخفض بدرجة كافية يمكنه تحويل الورقة المالية ذات الجودة المحدودة إلى فرصة استثمارية جيدة شريطة أن يتمتع المشتري بالمعرفة والخبرة وأن يكون مارس عملية التنويع بشكل كافٍ لأنه

إذا كان السعر منخفضًا بدرجة تكفي لتوفير هامش أمان كبير فإنه ينطبق على الورقة المالية معيارنا الخاص بالاستثمار. إن المثال المفضل لدينا الذي يدعم وجهة نظرنا مأخوذ من مجال سندات العقارات؛ ففي أثناء فترة العشرينيات كانت تلك الإصدارات التي تبلغ قيمتها مليارات الدولارات تباع بقيمتها الاسمية وتتم تزكيتها بصورة موسعة كنوع من أنواع الاستثمارات الجيدة. إن قطاعًا كبيرًا منها يتمتع بهامش قيمة محدود للغاية بالمقارنة بالدين؛ مما يجعلها في حقيقة الأمر خطيرة للغاية بطبيعتها. وفي أثناء فترة الثلاثينيات تعسرت هذه السندات في الوفاء بفائدتها وانهار سعرها في الحال، ولقد انخفض السعر في بعض الحالات إلى أقل من 10 سنتات على الدولار الواحد. وعند هذه المرحلة كان المستشارون الذين يزكونها كاستثمارات آمنة هم أنفسهم الذين يرفضونها باعتبارها أكثرها مضاربة وغير جذابة. ولكن في حقيقة الأمر فإن انخفاض السعر بنسبة 90% جعل العديد من تلك الأوراق المالية شديدة الجاذبية وآمنة بدرجة معقولة لأن قيمتها الحقيقية كانت تبلغ أربعة أو خمسة أمثال تسميتها السعرية في السوق [417] .

417 إن " جراهام" يشير إلى أنه لا يوجد شيء اسمه سهم جيد أو سهم سيئ، هناك فقط أسهم رخيصة أو باهظة. وحتى أفضل الشركات تصبح أسهمها مرشحة " للبيع" عندما يرتفع سعر السهم ارتفاعًا شديدًا؛ بينما تصبح أسوأ شركة مرشحة للشراء إذا انخفض السهم بدرجة كافية.

إن حقيقة أن شراء تلك السندات قد أسفر في واقع الأمر عما يطلق عليه بصفة عامة "ربح مضاربة ضخم" لم تمنعها من أن تتمتع بصفات استثمارية حقيقية بأرخص الأسعار. إن الربح الناتج عن "عمليات المضاربة" هو مكافأة المشتري لأنه قام باستثمار يدل على دهاء غير عادي. ويمكن أن نطلق عليها أيضًا فرصًا استثمارية طالما أن التحليل المتأني قد يُظهر أن القيمة الإضافية التي تزيد على السعر توفر هامش أمان هائلًا. وهكذا فَإن فئة الاستثمارات نفسها التي تتم في ظل "ظروف مواتية" التي سبق ذكرها بعاليه باعتبارها مصدرًا رئيسيًّا من مصادر الخسارة الفادحة التي يتكبدها المشتري الساذج للأوراق المالية، من المحتمل أن توفر فرصًا جيدة لتحقيق الأرباح للمستثمر الذي يتسم بالذكاء والذي قد يشتريها فيما بعد بسعره الخاص 418 .

418 إن الأشخاص أنفسهم الذين اعتبروا أسهم التكنولوجيا والاتصالات "ورقة رابحة لا محالة" في أواخر عام 1999 وأوائل عام 2000، عندما وصلت أسعارها عنان السماء، ابتعدوا عنها باعتبارها "شديدة الخطورة " عام 2002 على الرغم من على حد قول "جراهام" في وقت سابق"إن انخفاض السعر إلى ما يقرب من 90% جعل تلك الأوراق المالية شديدة الجاذبية وآمنة بدرجة معقولة "، وبالمثل فإن محللي وول ستريت دائمًا ما يميلون إلى وصف السهم بـ " شراء قوي" عندما يرتفع سعره ويصفونه بأنه " بيع "، بعد انخفاض سعره وهو على نقيض ما قد يوصي به

"جراهـام". وكمـا يوضـح "جراهـام" فـي جمـيع أجزاء الكتاب أن هناك فارقًا بين المضاربة أي الشراء على أمل أن السعر سوف يواصل ارتفاعه والاستثمار أو الشراء بناء على القيمة الأساسية للمشروع.

إن مجـال "المواقف الخاصـة" بأسره قد يندرج أسفل تعريفنـا الخـاص لعمليـات الاستثمار؛ وذلك لأن عمليـة الشراء دائمًا ما يتم التنبؤ بها بناءً على تحليل دقيق يعد بتحقيق نتائج أكبر من السعر المدفوع. ومرة أخرى ينبغي الإشارة هنا إلى أن هناك عوامل مخاطرة تتوافر في كل حالة فردية، ولكن يتم احتسابها ويتم استيعابها في النتائج الكلية لعملية التنويع.

وللاستفاضة في تلك المناقشة والوصول بها إلى أقصى حد منطقي، فإننا قد نشير إلى أنه يمكن القيام بعملية استـثمار دفـاعي عـن طـريق شراء قيم غير ملموسة تمثلها مجموعة من "صكوك خيارات الأسهم العادية" التي تباع بأسعار فعلية منخفضة (يهدف هذا المثال لأن يكون بمثابة صدمة 419) إن قيمة تلك الصكوك بأسرها تقـوم علـى إمكانيـة ارتفـاع الأسـهم التـي تتعلـق بـها الصكوك لمستوى يفوق سعر الخيار. وفي الوقت الحالي لا تتمتع هذه الصكوك بأية قيمة يمكن ممارستها. ومع ذلـك، فمـا دامـت الاسـتثمارات جميعـها تعتمـد علـى توقعات مستقبلية معقولة، فإنه من المناسب النظر إلى تلك الصكوك على ضوء الفرص الحسابية التي تشير إلى أن سوق المضاربة على الصعود في المستقبل سوف تؤدي إلى زيادة هائلة في القيمة وفي السعر. إن مثل هذه الدراسة قد تؤدي إلى النتيجة التي مفادها أن هناك

الكثير مما يمكن الحصول عليه من مثل هذه العملية عما يمكن خسارته، وأن فرص تحقيق أرباح هائلة تفوق فرص تكبد الخسارة. فإذا كانت هذه هي الحال، فهناك هامش أمان حتى في صورة هذه الورقة المالية غير الجذابة. ويستطيع المستثمر المغامر أن يضم إلى استثماراته غير الجذابة عملية صك خيار.

419 يستخدم "جراهام" مصطلح "صك خيار السهم العادي" كمرادف لـ " صك "، وهو عبارة عن ورقة مالية تصدرها الشركة مباشرة تمنح حاملها الحق في شراء سهم الشركة بسعر محدد سلفًا. وتكاد خيارات الأسهم تكون قد أبطلت عمل الصكوك نهائيًا. يشير "جراهام" إلى أنه كان يعتزم أن يجعل المثال بمثابة صدمة لأنه على أيامه كانت الصكوك تعد من أسوأ الأشياء في السوق (انظر التعليق على الفصل السادس عشر).

تلخيص النقاط السابقة

إن الاستثمار يعد ذكيًا عندما يكون أشبه ما يكون بإدارة مشروع خاص ، والأمر الذي يثير الدهشة حقًا هو كيف حاول العديد من رجال الأعمال الأكفاء أن يعملوا في وول ستريت متجاهلين تمامًا المبادئ الراسخة التي أحرزوا من خلالها النجاح في أنشطتهم. ومع ذلك فمن الأفضل اعتبار الورقة المالية، للوهلة الأولى، حصة ملكية أو حقًا في مشروع محدد. وإذا اعتزم الشخص تحقيق الأرباح من شراء ينبغي إدارته طبقًا لمبادئ المشروعات المقبولة إذا ما كان سيكتب له النجاح.

وأول هذه المبادئ وأكثرها وضوحًا هو مبدأ "اعرف ما

تفعل أي اعرف نشاطك"؛ فبالنسبة للمستثمر يعني ذلك: لا تحاول تحقيق "أرباح" من الأوراق المالية. كأنها "أرباح من مشروع" أي عوائد إضافية تزيد على الفوائد العادية والدخل الناتج من التوزيعات ما لم تكن تعلم الكثير عن قيم الأوراق المالية بقدر ما تحتاج إلى معرفته من معلومات عن قيمة البضاعة التي تقترح تصنيعها أو التعامل فيها.

أما المبدأ الثاني فهو: "لا تدع أي شخص آخر يقوم بإدارة مشروعك ما لم تكن (1) تستطيع مراقبة أدائه بعناية فائقة وفهم عميق (2) أن تكون لديك مبررات قوية غير عادية لوضع ثقتك في نزاهته وقدراته". بالنسبة للمستثمر ينبغي أن تحدد هذه القاعدة شروط سماحه لشخص آخر باتخاذ قرار ما يجب فعله بماله.

أما المبدأ الثالث فهو: "لا تدخل في أية عملية سواء تصنيعًا أو تداولًا ما لم تشر الحسابات الدقيقة إلى أن هناك فرصة جيدة لتحقيق الأرباح المعقولة. وينبغي عليك بصفة خاصة الابتعاد عن المشروعات التي لن تحقق لك ربحًا جيدًا وسوف تكبدك خسائر فادحة". بما يعني أنه ينبغي على المستثمر الجريء إقامة استثماراته التي تهدف إلى الربح على الحسابات وليس على التفاؤل. ويعني هذا لكل مستثمر أنه عندما يقصر عوائده على رقم منخفض كما حدث سابقًا في السند التقليدي أو الأسهم الممتازة لابد أن يطلب دليلًا مقنعًا بأنه لا يخاطر بخسارة جانب كبير من أصل المبلغ.

أما المبدأ الرابع فهو أكثر إيجابية: "أن تتوافر لديك

الشجاعة التي تنبع من معرفتك وخبرتك، فإذا توصلت إلى نتيجة مستقاة من الحقائق، وتعلم جيدًا أن حكمك صائب فتتصرف طبقًا لذلك حتى إن تردد الآخرون أو اختلفوا معك في الرأي". (إنك لا تكون على صواب أو على خطأ لمجرد اختلاف آراء الجميع معك، ولكنك تكون على صواب فقط لأن بياناتك ومنطقك سليم). وبالمثل، في عالم الأوراق المالية تعد الشجاعة فضيلة سامية، ولكن بعد المعرفة والقدرة على الحكم على الأشياء كما أثبتت التجربة.

ولحسن الحظ فبالنسبة للمستثمر التقليدي ليس من الضروري لكي يحرز النجاح أن يتحلى برنامجه بهذه الصفات، شريطة أن يقصر طموحه في حدود قدرته وأنشطته في حدود الإطار الضيق والآمن للاستثمار المتحفظ التقليدي. إن تحقيق نتائج استثمارية مرضية أسهل مما يتخيل الناس، أما تحقيق نتائج فائقة فهو أصعب من ذلك كثيرًا.

تعليقات على الفصل العشرين

إذا أخفقنا في توقع المستقبل أو توقع ما لا يمكن توقعه في كون لا محدود في إمكاناته، فقد نجد أنفسنا تحت رحمة أي شخص أو أي شيء لا يمكن برمجته أو تصنيفه أو الإشارة إليه بسهولة.

ـ العميل فوكس مولدر مسلسل إكس فايلز

أولًا، لا تخسر

ما المخاطرة؟

سوف تحصل على إجابات مختلفة تعتمد على من تسأله ومتى؛ ففي عام 1999 لم تكن المخاطرة تعني خسارة المال، بل كانت تعني أن تجني مقدارًا أقل من المال عن أي شخص آخر. وكان جل ما يخشاه العديد من الأشخاص هو أن يقابلوا مصادفة في حفل شواء شخصًا أغنى أو يزداد ثراءً بمرور الوقت من خلال التداول اليومي لأسهم التكنولوجيا أكثر منهم؛ ثم فجأة وعلى حين غرة في عام 2003 أصبحت المخاطرة، أن سوق الأسهم قد تواصل تدهورها حتى تذهب بكل ما تبقى في حوزتك من ثروة.

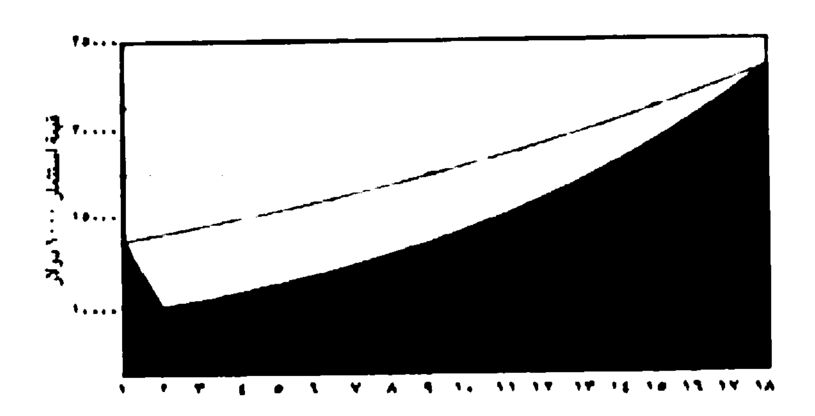
وبينما يبدو معناها متقلبًا ومتذبذبًا مثل الأسواق المالية نفسها، فإن المخاطرة تتوافر فيها بعض السمات العميقة والدائمة. إن الأشخاص الذين يحققون أضخم المكاسب في أثناء سوق المضاربة على الصعود يكونون الأكثر عرضة للأذى في أثناء سوق المضاربة على الهبوط التي

لا مناص من أن تتبعها. (إن كونهم على "صواب" يجعل المضاربين أشد ميلًا لتحمل المزيد من المخاطرة عندما يستعيدون ثقتهم بأنفسهم). وبمجرد أن تخسر مبلغًا كبيرًا من المال يتحتم عليك المضاربة بصورة أكبر لكي تعود فقط إلى النقطة التي كنت تقف عندها، مثل حلبة السباق وما لم تكن محظوظًا للغاية فهذه وصفة لأن تواجه الويل والثبور وعظائم الأمور. لا غرو إذن عندما سُئل رجل المال الأسطوري "جاي كاي كلينجشتاين" أن يلخص كل ما تعلمه في أثناء مشواره الطويل حول كيفية تحقيق الثراء أن يجيب ببساطة قائلًا: "لا تخسر" 420 ، ويوضح الرسم البياني التالي ما عناه بقوله هذا:

420 كما روي المستشار الاستثماري " تشارلز إليس" في مقال " جاسون زفايج" في مقاله في مجلة *Money* عدد يونيه 2001 الصفحات 49 -52. بعنوان " Wall Street's Wisest Man ".

الشكل 1-20

تكلفة الخسارة



تخيل أنك عثرت على سهم تظن أنه يمكن أن يحقق نموًّ ا يصل إلى 10% سنويًّا حتى إن بلغ معدل نمو السوق 5% سنويًّا. ولسوء الحظ يشتعل حماسك لدرجة تجعلك تدفع ثمنًا باهظًا مقابله ثم يخسر السهم 50% من قيمته خلال العام الأول. وحتى إذا حقق السهم ضعف عائد السوق فسوف يستغرق مالك ستة عشر عامًا للتغلب على عوائد السوق؛ وذلك لأنك ببساطة دفعت ثمنًا باهظًا للغاية في البداية وخسرت كثيرًا أيضًا.

إن خسارة بعض المال أمر لا مفر منه في عالم الاستثمار، ولا يمكنك أن تصنع شيئًا للحيلولة دون وقوع ذلك. ولكن كونك مستثمرًا ذكيًّا عليك تحمل مسئولية ضمان عدم خسارة أغلب أموالك أو جميعها . إن الثروة في الأساطير الهندية عادة ما يتم تصويرها وهي تقف على أخمص قدمها مستعدة لأن تثب من مكانها في طرفة عين. ولكن للحفاظ عليها واقفة في مكانها من الناحية الرمزية فإن بعضًا من أتباعها المخلصين سوف يقيدونها إلى الأرض بالأربطة أو يثبتون أقدامها في الأرض بالمسامير. وبالنسبة للمستثمر الذكي، فإن "هامش الأمان" الذي تحدث عنه "جراهام" يؤدي هذه المهمة نفسها: فمن خلال رفضك دفع ثمن باهظ مقابل أي استثمار، فإنك تقلل من فرص اختفاء ثروتك أو ضياعها فجأة.

وعليك التفكير في المثال التالي: خلال الفترات ربع السنوية التي تنتهي في ديسمبر عام 1999 حققت شركة جيه دي إس يونيفيز المتخصصة في تصنيع

الأليـاف البصـرية صـافي مبيعات يقدر بـ 673 مليون دولار، خسرت منها 313 مليون دولار. ومع ذلك، ففي السابع من مارس عام 2000 بلغ سعر سهمها 153 دولارًا؛ مما منح الشركة إجمالي قيمة سوقية يقدر بـ 143 مليار دولار تقريبًا 421، ولكن شأنها شأن غالبية أسهم "العصر الجديد" انهارت. وأي شخص اشترى تلك الأسهم في ذلك اليوم وتمسك بها في نهاية عام 2002 واجه تلك الاحتمالات:

421 تم تعديل سعر سهم شركة جيه دي إس ليتلاءم مع عمليات التقسيم التي ستتم فيما بعد.

الشكل 20 -2

التعادل أمر صعب المنال

سعر إغلاقه 2.47 دولار) فكم تستغرق من الوقت حتى تعود إلى سعر الشراء في ظل متوسط المعدلات السنوية للعائد؟

وحتى إذا تحقق عائد سنوي قوي يصل إلى 10% فسوف يستغرق تحقيق التعادل مع سعر الشراء المبالغ فيه ثلاثة وأربعين عامًا!

إن المخاطرة ليست في أسهمنا، ولكن في أنفسنا

إن المخاطرة قائمة في بُعد آخر تمامًا: إنها موجودة بداخلك أنت؛ فإذا بالغت في تقدير كيفية فهمك للاستثمار أو بالغت في تقدير قدرتك على التغلب على هبوط مؤقت في الأسعار فلا أهمية لما تملكه أو ما تفعله السوق. وفي النهاية فإن المخاطرة المالية لا تكمن في أنواع الاستثمارات التي تملكها، ولكن تكمن في أي نوع من المستثمرين أنت. وإذا كنت ترغب في معرفة جوهر المخاطرة حقًّا فاذهب إلى أقرب حمام وانظر في المرآة؛ فتلك هي المخاطرة التي تحدق إليك من المرآة.

وفي أثناء نظرك إلى نفسك في المرآة فما الذي يجب أن تبحث عنه؟ إن الطبيب النفسي الحائز على جائزة نوبل "دانيال كانيمان" يشير إلى وجود عاملين يميزان القرارات الجيدة:

- • **"الثقة التي في محلها"**. (هل أفهم هذا الاستثمار حقًّا كما أعتقد أنني أفهمه؟)

- • " **توقع الندم**". (ماذا سأفعل إذا ما اتضح أن تحليلي خاطئ؟).

لمعرفة ما إذا كانت ثقتك في محلها انظر في المرآة وأسأل نفسك: "ما احتمالات أن يكون تحليلي صحيحًا؟" فكر جيدًا في الأمر من خلال تلك الأسئلة:

- • ما مقدار الخبرة التي أمتلكها؟ ما سجلي مع قرارات مماثلة في الماضي؟
- • ما سجل الأشخاص الآخرين الذين حاولوا القيام بهذا الأمر في الماضي 422 ؟

-

422 ما من أحد حاول جاهدًا الإجابة عن هذا السؤال، وتقبل النتائج، حتى يقوم بتداول الأسهم التي تطرح للتداول العام يوميًا أو يشتريها.

- • إذا كنت أنا أقوم بالشراء، فهناك شخص آخر يقوم بالبيع، فما احتمالات معرفتي بشيء لا يعرفه الشخص الآخر (أو الشركة)؟
- • إذا كنت أنا أقوم بالبيع، فهناك شخص آخر يقوم بالشراء، فما احتمالات معرفتي بشيء لا يعرفه الشخص الآخر (أو الشركة)؟
- • هل قمت بحساب مقدار الارتفاع الذي يجب أن يصل إليه هذا الاستثمار لتحقيق التعادل مع الثمن الذي دُفع فيه، وذلك بعد حساب الضرائب وتكاليف التداول؟

بعد ذلك، انظر في المرآة لكى تكتشف ما إذا كنت ذلك النوع من الأشخاص الذي توقع حدوث ندم على نحو صحيح أم لا. ويجب أن تسأل نفسك قائلًا: "هل أعي جيدًا العواقب التي سوف تنجم إذا ما أخطأت في تحليلاتي؟" . عليك الإجابة عن هذا السؤال من خلال وضع تلك النقاط في الحسبان:

- • إذا كنت على صواب فإنني أستطيع تحقيق الثراء، ولكن ماذا إذا كنت مخطئًا؟ فبناءً على الأداء التاريخي للاستثمارات المماثلة، فما مقدار الخسارة التي قد أتكبدها؟
- • هل لدي استثمارات أخرى سوف توفر لي الدعم إذا ما اتضح أن قراري خاطئ؟ هل لدي أسهم أو سندات أو أموال لها سجل أكيد في الارتفاع عندما تهبط قيمة الاستثمار الذي أفكر في إقامته؟ هل أخاطر بقدر هائل من رأس مالي بالدخول في هذا الاستثمار؟
- • عندما أقول لنفسي "إنني أملك قدرة على تحمل المخاطرة" فكيف لي أن أعرف ذلك؟ هل فقدت من قبل قدرًا هائلًا من المال في أحد الاستثمارات؟ ماذا كان شعوري؟ هل اشتريت المزيد أم انسحبت؟
- • هل أعتمد على قوة إرادتي وحدها لكي أمنع نفسي من الإصابة بالذعر في التوقيت الخاطئ؟ أم أنني سيطرت على سلوكي مسبقًا عن طريق التنويع والتوقيع على عقد استثماري ومراعاة توسيط التكلفة؟

ويجب عليك أن تتذكر دائمًا، على حد قول العالم النفسي "بول سلوفيك"، أن "المخاطرة تتكون من

عنصرين أساسيين: الاحتمالات والعواقب" 423 ، وقبل أن تقوم بعملية الاستثمار عليك التأكد أولًا من أنك قمت بتقييم احتمالات كونك على صواب بصورة واقعية، وكيف سيكون رد فعلك إذا ما اتضح أنك مخطئ.

423 مقال " بول سلوفيك" بعنوان " Informing and Educating the Public about Risk " مجلة " *Risk Analysis* " مجلد (6) رقم (4)، (1986)، صفحة 412.

احتمالات باسكال

إن فيلسوف الاستثمار "بيتر بيرنشتاين" لديه أسلوب آخر لتلخيص الأمر وهو يلخصه فيما يلي: "عندما تتخذ قراراتك في ظل ظروف يسودها الشك، فإن العواقب تسيطر على الاحتمالات، فلا أحد يعلم شيئًا عن المستقبل". وهكذا وكما ظل "جراهام" يذكرنا في كل فصل من فصول الكتاب، لا ينبغي على المستثمر الذكي التركيز على القيام بالتحليلات الصحيحة فحسب، ولكن عليه أن يتخذ احتياطه في حالة ما إذا اتضح له خطؤها وحتى أفضل التحليلات قد تفتقر إلى الصواب على الأقل لبعض الوقت. إن احتمالات وقوعك في الخطأ في مرحلة معينة في أثناء حياتك الاستثمارية تصل إلى 100%، وهذه ظروف تكون خارجة على إرادتك تمامًا. ومع هذا فإنك تسيطر على عواقب وقوعك في الخطأ. إن العديد من المستثمرين وضعوا كل أموالهم في أسهم شركات التكنولوجيا والإنترنت عام 1999. ولقد توصل الاستطلاع الذي أجرته مجلة " Money" عام 1999 وشمل 1338 أمريكيًا إلى أن ما

يقرب من عُشر هذا العدد وضعوا 85% من أموالهم في أسهم الإنترنت. وبتجاهلهم لتحذير "جراهام" عندما دعا إلى ضرورة وجود هامش أمان فإنه قد جانبهم الصواب، ولثقتهم بأنهم كانوا على دراية باحتمالات كونهم على صواب، فإنهم لم يحركوا ساكنًا لحماية أنفسهم من عواقب كونهم على خطأ.

وببساطة إذا ما جعلت ممتلكاتك من الإصدارات متنوعة للأبد، ورفضت أن تغامر بأموالك باستثمارها في أحدث صيحة من أسهم السيد "سوق" وأكثرها جنونًا، عندئذٍ تضمن ألا تكون عواقب أخطائك وخيمة. ومهما ألقى السيد "سوق" إليك، فإنه يمكنك أن تقول دائمًا وبمنتهى الثقة:"هذا أيضًا سوف يمر!".

الخاتمة

نحن نعرف جيدًا شريكين قضيا جانبًا كبيرًا من حياتهما وهما يتوليان إدارة أموالهما وأموال الآخرين في وول ستريت، فبعض الخبرات المريرة علمتهما أنه من الأفضل أن يكون المرء راضيًا وحذرًا بدلًا من أن يحاول جني كل أموال العالم. لقد وضع هذان الرجلان أسس أسلوب فريد من نوعه لتعاملات الأوراق المالية جمع بين إمكانات تحقيق أرباح جيدة وقيم قوية. لقد تجنبا كل ما يبدو باهظ الثمن وكانا يسرعان بالتخلص من الإصدارات التي وصلت إلى مستويات اعتبراها غير جذابة. لقد كانت حافظتهما المالية منوعة ودائمًا تضم ما يزيد على مائة إصدار مختلف، وبهذه الطريقة كان أداؤهما جيدًا خلال سنوات من تقلبات السوق صعودًا وهبوطًا. لقد حققا عائدًا سنويًّا بلغ في المتوسط 20% على ملايين الدولارات من رأس المال الذي وافقا على إدارته وكان عملاؤهما مسرورين بهذه النتيجة 424 .

424 الشريكان اللذان يشير إليهما "جراهام" هما "جيروم نيومان " و " بنيامين جراهام" نفسه.

في العام الذي ظهرت فيه الطبعة الأولى من هذا الكتاب لاحت فرصة أمام صندوق الشريكين لشراء نصف حصة أحد المشروعات الآخذة في النمو. ولسبب ما لم تكن هذه الصناعة تحظى بقبول وول ستريت آنذاك، ورفض الصفقة عدد كبير من المؤسسات، أما الشريكان فقد انبهرا بإمكانات الشركة، وكان العامل الحاسم في قرارهما هو أن السعر كان معتدلًا بالمقارنة بالأرباح

الحاليـة وقيمـة الأصـول. ومضـى الشريكان قدمًا في صـفقة الاسـتحواذ ودفعـا ما يقرب من خُمس أموال صـندوقهما. وأصـبح الـرجلان حريصين على مصلحة المشروع الجديد الذي ازدهر ونما 425 .

425 يشـير " جراهـام" إلـى شـركة " تـأمين الموظفـين الحكوميين" أو شركة "جي إي آي سي أوه " التي اشتري " نيومان" و "جراهام" 50% من حصتها عام 1948 في التوقـيت نفسـه الـذي انتـهى فيـه مـن تـأليف كتـاب المستثمر الذكي. إن مبلغ 712.500 دولار التي وضعها "جراهام" و "نيومان" في تلك الشركة كانت تعادل 25% من أصول صندوقهما آنذاك. ولقد كان "جراهام" عضوًا في مجلس إدارة الشركة لعدة سنوات. ومن عجائب القدر أن أعظم تلاميذ "جراهام"، "وارن بافيت"، راهن رهانًا ضخمًا على الشركة نفسها في عام 1976، وآنذاك كانت شركة التأمين الكبرى على شفا الإفلاس. ولكن اتضـح فيمـا بعـد أن هـذه الشـركة واحـدة مـن أفضـل استثمارات "بافيت".

في حقيقة الأمر أحسن المشروع صنعًا لدرجة أن سعر السهم بلغت قيمته ما يفوق السعر الذي تم دفعه مقابل نصف حصة الشركة بمائتي مرة. ولقد فاق هذا الارتفاع النمـو الفعلـي فـي الأربـاح، وتسمية السعر بمستويات فاقت معايير الاستثمار التي وضعها الشريكان. ولكن بما أنـهما اعتبـرا أن الشـركة نـوع مـن "الاسـتثمار العائلي" فإنهما واصلا الاحتفاظ بجانب كبير من ملكية الأسهم على الرغم من الارتفاع الهائل في السعر. ولقد حذا عدد كبير من المشاركين في الصندوق حذوهما وأصبحوا من

أصـحاب الملايـين من خـلال حيازتـهم لأسهم ذلـك المشروع بعينه فضلًا عن فروعه التي أنشئت فيما بعد 426 .

426 بسبب بعض الأمور القانونية الفنية قامت هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية بتوجيه "جراهام" و"نيومـان" نحـو " تقسـيم" أو تـوزيع حصـة شـركة "جراهام" و "نيومان" في شركة "جي إي آي سي أوه" على مساهمي الصندوق. إن المستثمر الذي امتلك مائة سهم بشـركة "جراهام نيومان " في بداية عام 1948 (والتي كانت تبلغ قيمتها 11413 دولارًا) ثم احتفظ بما تم توزيعه من أسهم شركة "جي إي آي سي أوه" كانت قيمه حوزته سوف تصل إلى 1.66 مليون دولار بحلول عام 1972. وكان من بين" فروع الشركة المعروفة فيما بعـد" شـركة "جوفـرنمنت إمبلويـيز فاينانشـيال" أو (الشركة المالية لموظفي الحكومة) وشركة "كرايتريون إنشورنس كو".

ومن العجيب أن إجمالي الأرباح التي نتجت عن هذا القرار فاق قيمة أرباح جميع الاستثمارات الأخرى التي تحققت خلال عشرين عامًا من العمليات واسعة النطاق في المجالات التي تخصص فيها الشريكان، وتطلبت إجراء دراسة وبحث وتفكير لا نهاية له وعددًا لا يحصى من القرارات الفردية.

فـهل هنـاك مـغزى مـن هـذه القصـة بالنسبة للمستثمر الذكي؟ إن أحد الدروس المستفادة هو أن هناك سبلًا شـتى مختلفـة لكسـب المال والاحتفـاظ بـه فـي وول

ستريت. والدرس الآخر، وهو غير واضح، هل نستطيع أن نفرق بين ضربة الحظ والقرار الحكيم الذي ينم عن دهاء وذكاء فائق؟ إن ثمار مثل هذا القرار قد تساوي المجهود الذي قد يبذله المرء طوال حياته. ولكن خلف هـذا الحـظ أو هـذا القـرار الحاسـم لابـد أن تتوافـر الاستعدادات والقدرة التنظيمية. إن المرء في حاجة لأن يكون معروفًا وراسخ الأقدام في مجاله حتى تأتيه الفرص تسعى إليه وتطرق بابه وحده دون الآخرين. ولابد أن تتوافر لدى المرء السبل والحكمة والشجاعة للاستفادة منها.

بـالطبع لا يمكننـا أن نقطـع أي وعـود بـأن تتكـرر هـذه التجربة الفريدة نفسها مع جميع المستثمرين الأذكياء الذين يتحلون بالفطنة والحذر عبر السنين. ومما لا شك فيه أننا لن ننهي مناقشتنا بشعار "جيه جيه راسكوب" الـذي سـخرنا منـه فـي البـداية حينمـا قـال: "يستطيع الجميع أن يصبحوا أثرياء"، ولكن الاحتمالات المثيرة للاهتمام كثيرة على مستوى المشهد المالي. ولابد أن يتمكن المستثمر الذكي والمغامر من العثور على المتعة والربح في هذا المضمار، ولسوف يجدها بلا شك.

تعليقات على الخاتمة

إن جوهر الاستثمار الناجح هو إدارة المخاطرة وليس تجنبها قد يبدو لك منذ الوهلة الأولى أن وضع "جراهام" 25% من أمواله في سهم واحد يجعله يبدو كأنه يغامر بتهور بأموال مستثمريه، ولكن عندما تكتشف أن "جراهام" بذل قصارى جهده ليضمن قيامه بتصفية شركة "جي إي آي سي أوه" على الأقل مقابل ما دفعه فيها يصبح من الواضح أنه لم يجازف إلا مجازفة مالية محدودة للغاية، ولكن الأمر تطلب شجاعة هائلة منه لتحمل المجازفة النفسية المتمثلة في المراهنة الكبيرة على سهم مجهول 427 .

427 إن حكاية "جراهام" النادرة تذكرة قوية بأن الأفراد الذين لا يتمتعون بالقدر نفسه من ذكائه عليهم دائمًا اللجوء إلى التنويع لحماية أنفسهم من مخاطرة وضع مقدار هائل من المال في استثمار واحد. وعندما يقر "جراهام" نفسه بأن شركة "جي إي آي سي أوه" كانت "ضربة حظ" فتلك إشارة على أن أغلبنا لا ينبغي عليه الاعتماد على العثور على مثل هذه الفرصة الرائعة. وللحيلولة دون تحول الاستثمار إلى مغامرة عليك اللجوء إلى أسلوب التنويع.

إن عناوين الصحف اليوم مليئة بالحقائق المخيفة والمخاطر التي لم تحسم بعد: موت سوق المضاربة على الصعود التي شهدتها فترة التسعينيات، تباطؤ النمو الاقتصادي والتحايل والتلاعب من جانب الشركات، وظهور أشباح الإرهاب والحرب. "إن المستثمرين لا

يحبــون الشــك" علـى حـد قـول أحـد المخططـين الإستراتيجيين بالسوق على شاشة "فاينانشيال تي في" أو في إحدى صحف اليوم. ولكن المستثمرين لم يحبوا الشك قط ومع هذا فالشك هو حالة رئيسية ومستمرة في عالم الاستثمار. فلقد كان وسيظل دائمًا هكذا. وفي حقيقـة الأمـر فـإن "الشـك" مـرادف "الاسـتثمار". وفـي الـواقع لـم يحـظَ أحد بالقدرة على أن يعرف أن وقتًا بعينـه هـو أفضـل وقـت لشـراء الأسهم، ولـولا الإيمان والثقـة فـي المسـتقبل لمـا اسـتثمر أحـد. ولكى تكون مستثمرًا لابد أن تتحلى بالإيمان بغد أفضل.

إن أكثـر المسـتثمرين اطـلاعًا ومعرفـة وهـو "جراهام" أحـب قصـة: "يوليسيز" التـي ترويها أشعار "هومر"، و "ألفريـد تنيسـون" و "دانتـي". وفـي أواخـر حياتـه كـان "جراهـام" يشـعر بالمتعة من المشهد الذي يصـف فيـه "يوليسيز" كيف كان يلهم طاقم سفينته بالإبحار تجاه الغـرب نحــو الميــاه المجهولة وراء بوابـات "هرقـل" بمسرحية "الجحيم" لـ "دانتي":

"لقد قلت لهم: "إخواني، يا من وطئت أقدامكم الغرب بعد ما لاقيتم الأهوال والأخطار.

دعونا بما تبقى في حواسنا من

يقظة وحذر قليلين لا نختار

أن نتجنب خوض تجربة الذهاب إلى العالم

غير المأهول بالناس خلف قرص الشمس

عليكم أن تتذكروا من أي منبت أنتم:

إنكم لم تخلقوا لتعيشوا حياة الوحوش في البرية

بل خُلقتم لتسعوا إلى تحقيق الفضيلة والفهم.

بهذا الخطاب الموجز أشعلت حماس زملائي على السفينة للقيام بالرحلة؛ لدرجة أنه ما من شيء كان يمكنه أن يحول بينهم وبين ذلك.

وهكذا يممنا مؤخرة السفينة شطر شعاع الصباح.

وحولنا المجاديف إلى أجنحة لتحملنا في رحلتنا الطويلة الجامحة" 428 .

428 "دانتي أليجيري" "الجحيم" *The Inferno* (كانتو *XXVI*) السطور من 112-125 ترجمة " جايسون زفايج ".

إن الاستثمار أشبه ما يكون بمغامرة، والمستقبل المالي هو العالم المجهول، ولكن مع اتخاذك "جراهام" مرشدًا وناصحًا، فإن رحلة استثمارك سوف تكون آمنة بقدر ما هي مثيرة.

الملاحق

1. مستثمرو بلدة جراهام ودودزفيل

بقلم وارن بافيت

ملحوظة بقلم رئيس التحرير: هذا المقال عبارة عن نص منقح للخطاب الذي تم إلقاؤه بجامعة كولومبيا عام 1984 إحياء للذكرى الخمسين لكتاب تحليل الأوراق المالية أو Security Analysis الذي ألفه كل من "بنيامين جراهام " و "ديفيد إل. دود". إن هذا المجلد المتخصص قدم لأول مرة الأفكار التي تم الترويج لها في كتاب "المستثمر الذكي ". إن مقال "بافيت"يقدم دراسة خلابة عن كيفية استغلال أسلوب " جراهام "الذي يعتمد على القيمة لتحقيق نجاح باهر في سوق الأسهم.

هل أسلوب "جراهام" و"دود" القائم على "البحث عن القيم بهامش أمان ملموس يتناسب مع الأسعار" في تحليل الأوراق المالية أصبح عتيقًا؟ إن العديد من الأساتذة الذين يؤلفون الكتب في الوقت الحالي يقولون نعم. إنهم يقولون إن سوق الأسهم كافية في حد ذاتها؛ أي أن أسعار الأسهم تعكس كل شيء معروف عن احتمالات نمو الشركة وعن حالة الاقتصاد. ويقول هؤلاء المتخصصون من أتباع المدارس النظرية إنه لا توجد أسهم تم تقويمها بأقل من قيمتها؛ لأن هناك محللين أذكياء للأوراق المالية يستغلون كل المعلومات المتاحة لضمان أسعار مناسبة. إن المستثمرين الذين يبدو أنهم نجحوا في التغلب على السوق عامًا بعد آخر

محظـوظون فحسـب. ولقـد كتـب أحـد المؤلفـين المعاصـرين يقـول: "إذا كـانت الأسـعار تعكس جميع المعلومـات المتاحـة، فـإن ذلـك النـوع مـن المـهارة الاستثمارية مستبعد تمامًا".

حسنًا، ربما يكون الأمر كذلك، ولكني أود أن أقدم لكم مجموعة من المستثمرين الذين قد تغلبوا على مؤشر "سـتاندرد آنـد بـورز"500 للأسـهم عـامًا بعـد آخـر. إن افتـراض أنـهم فعلـوا ذلـك بضـربة حـظ أو بالمصادفة يسـتحق الدراسـة والفحـص علـى الأقـل. مـن النقـاط الحاسمة لهذا الفحص حقيقة أن هؤلاء الفائزين كانوا معـروفين بالنسـبة لـي ومصـنفين مسـبقًا كمستثمرين عظماء، وكان أحدث هذه التصنيفات منذ ما يزيد على خمسة عشر عامًا. ولو أن الوضع غير كذلك أي لو أنني قمت بالبحث بين آلاف السجلات لاختيار عدة أسماء قليلـة لـك هـذا الصباح، فـإنني أنصحك بالتوقف عن القـراءة فـورًا. ولكـن يجـب أن أضـيف أن جميـع تلـك السجلات قد تمت مراجعتها. ولابد أن أزيد على ذلك بـأنني كنـت أعـرف العـديد ممـن قاموا بالاستثمار مع هؤلاء المديرين وأن الشيكات التي تلقوها عبر السنين تطابقت مع السجلات المشار إليها.

قبل الشروع في عملية الفحص والدراسة أود أن تتخيل أنه تمت إقامة مسابقة قومية لإلقاء العملة في الهواء. دعونا نفترض أننا جعلنا 225 مليون أمريكي يستيقظون في الصباح وطلبنا منهم جميعًا أن يراهنوا بدولار واحد. وفي الصباح يخرجون جميعًا عند الشروق ليشتركوا في المسابقة. فإذا راهنوا وكانوا محقين في رهانهم فسوف

يـربحون دولارًا ممـن أخطـأوا فـي الرهـان، وكـل يـوم يتساقط الخاسرون الواحد تلو الآخر، وفي اليوم التالي تتزايـد الرهـانات حيـن تتـم المراهنة بجميع المكاسـب السابقة وبعد رمي العملة عشر مرات خلال عشرة أيام سـوف يكـون هنـاك 220 ألـف شـخص راهنـوا عشـرة رهانات صحيحة متعاقبة، وسوف يربح كل واحد منهم ما يزيد قليلًا على 1000 دولار.

والآن هذه المجموعة سوف تبدأ في أن تلهث وراء هذا الربح، فتلك هي الطبيعة البشرية فهم قد يحاولون أن يتظـاهروا بالتواضع، ولكن خلال الحفلات واللقاءات الاجتماعيـة سـوف يسـرون إلـى أصدقائهم وأحبائهم بالأسلوب الذي اتبعوه في رمي العملة والابتكار الذي جلبوه لمجال إلقاء العملة.

وإذا افترضـنا أن الـرابحين يحصـلون علـى المكـافآت والجوائز المناسبة من الخاسرين، ففي غضون عشرة أيام أخرى سوف يكون لدينا 215 شخصًا نجحوا في رهانـهم عشرين مرة متتاليـة، والـذين حـول كل واحـد منهم الدولار إلى ما يزيد على مليون دولار. وهكذا تمت خسارة 225 مليون دولار في حين تم ربح 225 مليون دولار.

وعند هذه المرحلة سوف تطير عقول هذه المجموعة مـن المكاسـب، وقد يؤلفون كتبًا تحت عنوان: "كيف يمكـن أن تحـول دولارًا واحـدًا إلـى مليـون دولار فـي عشرين يومًا من خلال العمل ثلاثين ثانية كل صباح". والأسوأ من ذلك، أنهم سوف يبدأون في التجول في

أنحاء البلاد لحضور الندوات التي تقوم لمناقشة أفضل أسلوب لإلقاء العملة، ويردون على المتشككين من الأساتذة المتخصصين بقولهم: "إذا كان من المستحيل القيام بذلك، فكيف نجح 215 فردًا منا في ذلك؟".

ولكن قد يكون هناك أستاذ من أساتذة كلية إدارة الأعمال جريء بما يكفي للإشارة إلى حقيقة أنه لو أن 225 مليون قردًا اشتركت كلها في تمرين مماثل لكانت النتائج مماثلة أي أن 215 قردًا متبجحًا سيقومون بعشرين رمية عملة ناجحة.

ومع هذا أود أن أشير إلى أن هناك بعض الاختلافات المهمة فيما سأذكره من أمثلة وإحداها (أ) إذا أخذت 225 قردًا وقمت بتوزيعها مثل توزيع سكان الولايات المتحدة بالفعل و (ب) إذا ما بقي 215 رابحًا بعد عشرين يومًا و (جـ) إذا اكتشفت أن أربعين منها قد جاءت من حديقة حيوان واحدة في ولاية "أوماها" عندئذٍ يجب أن تشعر بالثقة بأنك قد وضعت يدك على شيء ما. ولابد أن تتوجه إلى حارس الحديقة وتسأله عن نوعية الطعام الذي يقدمه لها وإذا ما كانت تقوم بتدريبات خاصة، وما هي نوعية الكتب التي تقرؤها إلى جانب أية معلومات أخرى من يدري ما هي. وهكذا إذا لاحظت أية طفرات متميزة، فقد تود في البحث عن أية خصائص غير عادية تتميز بها هذه القردة والتي هي السبب في هذا النجاح غير العادي.

وفي حقيقة الأمر، فإن البحث العلمي يسير على هذا النهج، فإذا كنت تحاول تحليل الأسباب المحتملة لنوع

نادر من السرطان مع بلوغ عدد حالات الإصابة بالمرض إلى 1500 حالة في الولايات المتحدة ووجدت أن أربعمائة حالة منها قد ظهرت في قرية صغيرة تشتهر بالتعدين في ولاية "مونتانا"فسوف تولي اهتمامًا بالغًا بالمياه هناك أو بوظيفة المصابين بالمرض أو أية متغيرات أخرى، فأنت تدرك أنها ليست مصادفة أن أربعمائة حالة جاءت من منطقة صغيرة. وقد لا يكون من الضروري أن تعرف العوامل السببية، ولكنك تعلم أين تبحث.

وأود أن أخبرك بأن هناك وسائل أخرى لتحديد الأصل أو المصدر بخلاف الجغرافيا. فبالإضافة إلى الأصول الجغرافية هناك ما يمكن أن نطلق عليه "أصل فكري ". وأعتقد أنك سوف تجد أن عددًا متفاوتًا من رماة العملة الناجحين في عالم الاستثمار انحدروا من قرية فكرية صغيرة للغاية يمكن أن يطلق عليها "جراهام ودودزفيل". إن أي تجمع للرابحين لا يمكن تفسيره عن طريق المصادفة يمكن تتبعه إلى هذه القرية الفكرية بعينها.

ولكن قد توجد ظروف تجعل مثل هذا التجمع غير مهم، وقد يكون هناك مائة شخص يقومون ببساطة بتقليد المراهنة على رمي العملة لشخصية لديها قدرة فائقة على الإقناع. فإذا راهن على "الكتابة" يقوم مائة من أتباعه بتقليده بصورة آلية، فإذا كان القائد من بين المائتين والخمسة عشر شخصًا المتبقين فإن حقيقة أن مائة شخص قد جاءوا من الأصل الفكري نفسه لا تعني شيئًا البتة. فسوف تنظر إلى حالة واحدة على أنها مثل مئات الحالات الأخرى. وبالمثل دعنا نفترض أنك عشت

في مجتمع يحكمه الذكور فقط، وإن كل أسرة أمريكية تتكون من عشرة أفراد. وفضلًا عن ذلك افترض أن هذا المجتمع المحكوم بالذكور فقط شديد الصرامة لدرجة أنه عندما خرج 225 مليون شخص في اليوم الأول كان رهان كل فرد من أفراد الأسر الأمريكية يتبع رهان الأب، والآن في نهاية فترة العشرين يومًا سوف يكون لديك 215 رابحًا وسوف تكتشف أنهم ينتمون إلى 21.5 أسرة. وقد يقول بعض السذج إن العامل الوراثي لعب دورًا هائلًا في تفسير رمي العملة الناجح. ولكن لن تكون لذلك أية أهمية؛ لأن ذلك قد يعني أنه لم يكن لديك 215 فردًا رابحون بل 21.5 أسرة رابحة تم توزيعها عشوائيًا.

من بين أفراد هذه المجموعة من المستثمرين الناجحين أود أن أشير إلى وجود أب فكري هو "بن جراهام". ولكن الأبناء الذين غادروا منزل هذا الأب الفكري قد قاموا بالمراهنة في عمليات "إلقاء العملة" بأساليب مختلفة تمامًا؛ فلقد ذهبوا إلى أماكن مختلفة وقاموا بشراء الأسهم والشركات المختلفة وبيعها ومع هذا يجمع بينهم تاريخ مشترك لا يمكن تفسيره من خلال المصادفة ولا يمكن تفسير ذلك على ضوء حقيقة أن رهاناتهم متشابهة لأن هناك قائدًا يشير عليهم بما يجب أن يفعلوه. لقد وضع الأب النظرية الفكرية لاتخاذ قرارات الرهان على العملة ولكن كل واحد من أبنائه (أو تلاميذه) يقرر بنفسه أسلوب تطبيق النظرية.

إن الاتجاه الفكري المشترك الذي يشغل المستثمرين من قرية "جراهام دودزفيل" هو: البحث عن التفاوت القائم بين قيمة النشاط و سعر الأجزاء الصغيرة منه في

السوق. وفي حقيقة الأمر فإنهم يستغلون هذا التفاوت دون أن يشغلوا بالهم كما يفعل المفكرون النظريون في السوق بما إذا كان قد تم شراء الأسهم يوم الاثنين أو الخميس أو في يناير أو يوليو... إلخ؛ فعندما يقوم رجال الأعمال بشراء المشروعات وهو ما يفعله أتباع "جراهام "و "دود" تمامًا من خلال الأسهم القابلة للشراء أشك أن أيًّا منهم يضع في اعتباره عند اتخاذ قرارات الشراء اليوم أو الأسبوع أو الشهر الذي ستتم فيه الصفقة. فإذا ما كان اليوم الذي تم فيه شراء كل المشروع لا يحدث أي فارق، فإنه ليدهشني تخصيص الأكاديميين للوقت الطويل والجهد لمعرفة ما إذا كان شراء أجزاء صغيرة من تلك المشروعات نفسها سوف يحدث فارقًا أم لا. وغني عن القول أن أتباع "جراهام ودود" لا يناقشون مقياس بيتا، أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو التبـاين القـائم بـين عوائـد الأوراق الماليـة؛ فتلـك موضوعات لا تمثل لهم أية أهمية. وفي حقيقة الأمر فإن أغلبهم سوف يجدون صعوبة في وضع تعريف لتلك المصطلحات. إن المستثمرين يـركزون ببسـاطة علـى متغيرين اثنين وهما: السعر والقيمة.

إنه دائمًا أمر استثنائي بالنسبة لي أن أجد أن هناك عددًا هائلًا من الدراسات قد تم إجراؤها حول سلوك السعر والحجم وهي الأمور التي تهم واضعي الرسوم البيانية. هـل تتخيـل شـراء مشـروع بأكملـه ببسـاطة لأن سعر المشـروع قـد سـجل ارتفـاعًا ملحـوظًا فـي الأسـبوع الماضـي والأسـبوع الـذي سبقه؟ ومما لا شك فيـه أن سبب إجراء العديد من الدراسات حول متغيرات السعر

والحجـم إنمـا يـرجع إلـى أنـه الآن فـي عصـر أجـهزة الكمبيوتر هناك كم لا نهائي من البيانات المتاحة عنهما. وليس بالضرورة أن تكون لتلك الدراسات أية فائدة أو أهميـة؛ فـالأمر ببسـاطة هـو أن البيـانات أصبحت فـي المتنـاول، والأكـاديميين بـذلوا قصـارى جهدهم لتعلم المهارات الرياضية التي يحتاجون إليها للتعامل معها. وما إن يتم اكتساب تلك المهارات، فإنه لمن العار ألا يستغلها المرء حتى إن كان استغلال تلك المهارات لا طائل من ورائه أو له آثار سلبية. وعلى حد قول أحد الأصدقاء، فبالنسبة لرجل يحمل معه مطرقة فإن كل شيء يبدو في عينيه مثل المسامير.

وأعتقد أن المجموعة التي حددناها من خلال المدرسة الفكرية المشتركة التي ينتمون إليها تستحق الدراسة. وعلـى الرغم من جميع الدراسات الأكاديميـة التـي تم إجراؤهـا حـول تـأثير متغيرات مثـل السـعر والحجـم والموسم، وحجم رأس المال... إلخ على أداء السهم، فإنه لم يتم توجيه أدنى اهتمام لدراسة أساليب هذا التجمع غير العادي للرابحين الذين يتركز توجههم على متغير القيمة.

إننـي أبـدأ دراسـة هـذه النتـائج من خـلال العـودة إلـى مجموعة مكونة من أربعة أشخاص كنت أنا واحدًا منهم؛ حيث عملنا في شركة "جراهام نيومان "من عام 1954 وحتى 1956. لم يكن هناك سوى أربعة أشخاص؛ فأنا لم أختر تلك الأسماء من بين آلاف الأشخاص. لقد عرضت أن أعمل في شركة "جراهام نيومان" بدون مقابل بعد حضـوري أحـد فصـول "جراهـام" ولكنـه رفـض عرضـي

لارتفاع قيمتي بصورة مبالغ فيها؛ فقد كان يهتم بالقيمة اهتمامًا بالغًا ويأخذها على محمل الجد. ولكن بعد إلحاح شديد وافق أخيرًا على أن يوظفني. وقد كان هناك ثلاثة شركاء وكنا نحن أربعة "موظفين". ولقد غادرنا جميعًا في الفترة ما بين عامي 1955 و 1957 عندما تم إنهاء نشاط الشركة. ومن السهل تتبع سجل ثلاثة منهم.

المثال الأول (انظر الجدول 1 صفحة 596) وهو مثال "والتر شلوس" إن "والتر" لم يلتحق بالتعليم الجامعي قط ولكنه كان يحضر فصول "بن جراهام" الليلية بمعهد نيويورك للعلوم المالية، ولقد غادر "والتر" شركة "جراهام نيومان" عام 1955 وحقق التاريخ الموضح هنا خلال ثمانية وعشرين عامًا.

وفيما يلي ما كتبه "آدم سميث" عن "والتر" في كتابه *Supermoney* (1972) بعد أن حدثته عنه:

ليست لديه أية صلات ولا يمكنه الاطلاع على المعلومات المفيدة؛ فمن الناحية العملية لا أحد يعرفه في وول ستريت وهو لا يأتي بأفكار جديدة. وكل ما يفعله هو البحث عن الأرقام في الكتيبات والاطلاع على التقارير السنوية وهذا كل ما في الأمر.

عندما كان "وارن" يعرفني بـ "شلوس" ويصفه لي، دار في خلدي أنه كأنما يصف نفسه، حيث قال: "إنه لا ينسى مطلقًا أنه يتولى أموال الآخرين مما يعزز بغضه الشديد للخسارة". لقد كان يتمتع بالنزاهة وينظر إلى نفسه نظرة واقعية. إن المال أمر واقعي وحقيقي بالنسبة له وكذلك

الأسهم، ومن هنا ينبع سر انجذابه لمبدأ "هامش الأمان".

لقد لجأ "والتر" إلى أسلوب التنويع المفرط وهو يملك ما يزيد على مائة سهم. إنه يعرف كيف يحدد الأوراق المالية التي يتم بيعها بثمن أقل بكثير من قيمتها إلى المالك الخاص وهذا هو كل ما يفعله . إنه لا يعبأ كثيرًا بما إذا كان البيع في يناير، ولا يهتم بما إذا كان البيع يوم الاثنين، أم إذا كان العام هو عام إجراء الانتخابات أم لا؛ فهو ببساطة يقول، إذا كان هناك نشاط تبلغ قيمته دولارًا واحدًا، أنا أستطيع شراءه بأربعين سنتًا، فهناك شيء جيد قد يحدث لي. ثم يكرر ذلك مرة بعد أخرى. إن عدد الأسهم التي يمتلكها يفوق ما أملكه. ولا يكترث للطبيعة الأساسية للنشاط ولا يبدو أن لي أي تأثير ملموس على "والتر". وهذه هي إحدى نقاط قوته فلا أحد له أي تأثير فيه.

أما الحالة الثانية فهي حالة "توم ناب" الذي عمل بشركة "جراهام نيومان" معي. لقد كان تخصصه بجامعة "برنستون" قبل الحرب هو الكيمياء، ولكن عندما عاد من الحرب تحول إلى مدمن ارتياد الشواطئ، ثم في يوم من الأيام قرأ عن الدورات الدراسية التي يعقدها "ديفيد دود" عن الفصول الدراسية المسائية بجامعة كولومبيا في مجال الاستثمار، فانضم إلى هذه الدورة الدراسية بصورة غير رسمية وازداد شغفه بالأمر لدرجة أنه التحق بكلية إدارة الأعمال بجامعة كولومبيا؛ حيث حصل على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، ثم التحق بالدورة الدراسية التي عقدها كل من "دود" و "جراهام" وبالمصادفة بعد 35 عامًا اتصلت بـ "توم"

للتحقق من بعض الحقائق الواردة في هذا الكتاب، ووجدته على الشاطئ مرة أخرى، ولكن الفارق الوحيد أنه أصبح يمتلك الشاطئ!

وفي عام 1968 قام "توم ناب" و "إد أندرسون"، وهما من تلاميذ "جراهام"، بالإضافة إلى واحد أو اثنين من أتباع منهج فكري مماثل، بتشكيل شركة "تويدي براون بارتنرز" وتظهر نتائجها الاستثمارية في الجدول رقم 2. ولقد حققت الشركة تلك النتائج عن طريق اتباع أسلوب التنويع على أوسع نطاق. ولقد كانت الشركة تقوم بشراء حق السيطرة على الشركات ولكن كفة سجل الاستثمارات الخاملة تعادل كفة استثمارات السيطرة على الشركات.

الجدول الثالث يصف العضو الثالث في المجموعة الذي قام بتأسيس شركة "بافيت بارتنرشيب" عام 1957. ولقد كان أفضل شيء صنعه هو تقديمه استقالته عام 1969. ومنذ ذلك الحين، أصبح صندوق "بيركشاير هاثواي" بمثابة امتداد للشركة في بعض السمات. ولا يوجد أي مؤشر فردي أستطيع أن أحدثك عنه يمكن أن يكون بمثابة اختبار عادل للإدارة الاستثمارية للصندوق. ولكني أعتقد أنه مهما كانت وجهة نظرك فإن نتائج الصندوق كانت مرضية.

أما الجدول الرابع فيشير إلى سجل صندوق "سيكويا" الذي يديره شخص قابلته عام 1951 في الدورات الدراسية الخاصة بـ "بن جراهام"، وهو "بيل رواني"، فبعد تخرجه في كلية إدارة الأعمال بجامعة "هارفارد"

توجه إلى وول ستريت ولكن عندئذٍ أدرك أنه في حاجة إلى تلقي تعليم حقيقي عن إدارة الأعمال؛ لذلك انضم إلى دورة "جراهام" الدراسية بجامعة كولومبيا؛ حيث تقابلنا عام 1951. إن سجل "بيل" خلال الفترة من عام 1951 إلى عام 1970 حيث عمل بمبالغ ضئيلة نسبيًّا، كان فوق المتوسط. وعندما انتهى عملي بشركة "بافيت" طلبت من "بيل" إقامة صندوق لتولي أموال جميع شركائنا وهكذا أنشأ صندوق "سيكويا". ولقد قام بإنشاء الصندوق في توقيت بالغ السوء عندما كنت في سبيلي للاستقالة. ولقد دخل "بيل" السوق وواجه صعوبات الأداء المقارن التي تواجه المستثمرين الذين يتركز توجههم نحو القيمة. ويسعدني القول بأن شركائي لم يتمسكوا بالبقاء معه فحسب، بل أضافوا مزيدًا من المال مع النتائج الطيبة التي تحققت.

لم يكن هناك أي ندم على اختيار "بيل"، فقد كان هو الشخص الوحيد الذي رشحته لشركائي ولقد قلت آنذاك إنه إذا حقق تقدمًا على مؤشر ستاندرد آند بورز يصل إلى 4% سنويًّا فهذا دليل على أداء قوي. ولكن "بيل" حقق معدلًا أعلى من ذلك وظل يعمل بمبالغ مالية كبيرة بصورة مطردة؛ مما زاد من صعوبة الأمر، فالحجم هو المعيار الأساسي للأداء ولا شك في هذا. ولكن لا يعني ذلك أنك لا تستطيع تحقيق نتائج فوق المتوسط عندما يزيد حجم المال المستثمر، ولكن يتضاءل هامش الأمان. وإذا أصبحت تدير تريليوني دولار وكان ذلك هو قيمة إجمالي تقييم الأسهم في الاقتصاد، فلا تظن أبدًا أنك لن تحقق نتائج فوق المتوسط!

وأود أن أضيف أن السجلات التي اطلعنا عليها خلال تلك الفترة بأسرها لم تظهر أي تشابه بين الحافظات المالية المختلفة؛ فهؤلاء رجال كانوا يختارون الأوراق المالية بناءً على التفاوت القائم بين السعر والقيمة، ولكن كل واحد منهم يتبع أسلوبًا مختلفًا في الاختيار؛ فلقد تمثلت أضخم حيازة لـ "والتر" في أسهم الشركات الراسخة القوية مثل شركة هادسون بالب آند بيبر وشركة جيدو هايلاند كوول وشركة نيويورك تراب روك، وغيرها من الأسماء الأخرى التي تتبادر إلى ذهن القارئ العادي لصفحات الاقتصاد والأعمال على الفور. أما شركة تويدي براون فقد تدنت اختياراتها بعيدًا عن هذا المستوى فيما يتعلق باختيار الأسهم المشهورة. وعلى الجانب الآخر عمل بيل مع الشركات الكبرى، ولم يكن هناك أي تشابه بين تلك الحافظات المالية إلا فيما ندر. إن تلك السجلات لا تقدم انعكاسًا لرهان شخص واحد يقلده فيه خمسون شخصًا آخرون.

أما الجدول الخامس فهو عبارة عن سجل لأحد أصدقائي الذي تخرج في كلية الحقوق جامعة "هارفارد"، وأقام إحدى الشركات القانونية الكبيرة. ولقد قابلته مصادفة عام 1960 وأخبرته بأن مهنة المحاماة لا بأس بها كهواية، ولكنه يستطيع أن يفعل أفضل من ذلك. ولقد قام بتأسيس شركة على النقيض التام من شركة "والتر". ولقد ارتكزت حافظته المالية على عدد قليل للغاية من الأوراق المالية، وهكذا كان سجله أكثر تقلبًا ولكنه كان قائمًا على أسلوب الخصم نفسه من القيمة. ولقد كان مستعدًّا لتقبل تقلبات الأداء صعودًا

وهبوطًا، وتصادف أنه من ذلك النوع من الرجال الذين يشكل التركيز محور تفكيرهم كما توضح النتائج. إن هذا هو سجل "تشارلي مونجر"، شريكي لفترة طويلة في إدارة شئون صندوق بيركشاير هاثواي. ومع ذلك عندما قام بإدارة شركته الخاصة كانت حيازة حافظته المالية مختلفة تمامًا عن حافظتي وعن حافظات الرفاق الآخرين الذين سبق ذكرهم.

الجدول السادس عبارة عن سجل رفيق آخر كان صديقًا لـ "تشارلي مونجر"، وهو شخص آخر ليس خريج كلية إدارة الأعمال كان تخصصه هو الرياضيات. ولقد التحق بالعمل في شركة "آي بي إم" بعد التخرج وظل يعمل كمندوب مبيعات بالشركة لبعض الوقت. وبعد أن نجحت في التأثير في "تشارلي"، نجح "تشارلي" في التأثير فيه. وكان هذا هو سجل "ريك جورين". لقد حقق "ريك" في الفترة ما بين عام 1965 وعام 1983، بالمقارنة بربح مركب يصل إلى 316 % لمؤشر إس آند بي - عائدًا بلغ 22200% وهو ما يعتبره نظرًا إلى افتقاره إلى الدراسة الأكاديمية لإدارة الأعمال عائدًا له أهمية من الناحية الإحصائية.

معلومات ثانوية: إنه لأمر غير عادي بالنسبة لي أن أدرك كيف أن فكرة شراء الدولار بـ40 سنتًا قد يستوعبها الناس على الفور في بعض الأحيان وقد لا يستوعبونها على الإطلاق في أحيان أخرى؛ فالأمر أشبه بالتطعيم فإذا لم يستوعبه الشخص ويقتنع به على الفور فقد قضي الأمر، فقد تظل تتحدث معه لسنوات عن الأمر وتجعله يطلع على السجلات ومع ذلك لا يمثل له الأمر

أية أهمية. إن بعض الناس ببساطة لا يستطيعون استيعاب هذا المفهوم. إن رجلًا مثل "ريك جورتن"، لم يتلق تعليمًا رسميًا في إدارة الأعمال، ولكنه استوعب على الفور أسلوب القيمة المتبع في الاستثمار، وقام بتطبيقه بعد خمس دقائق. وفي الواقع لم أقابل شخصًا يتحول تدريجيًا إلى تطبيق هذا الأسلوب خلال عشر سنوات. إن الأمر لا يتعلق بمعدل الذكاء أو التدريب الأكاديمي، وإنما يرتبط بالإدراك الفوري للمفهوم أو عدم إدراكه مطلقًا.

إن الجدول السابع هو سجل "ستان بيرلميتر". كان تخصص "ستان" هو الفنون الحرة بجامعة "ميتشجان" وكان شريكًا في وكالة "بوزل آند جيكوبس" للإعلان. ولقد تصادف وجودنا في المبنى نفسه في "أوماها". وفي عام 1965 أدرك أنني أدير مشروعًا أفضل من مشروعه، وهكذا ترك مجال الدعاية. ومرة أخرى لم يستغرق الأمر سوى خمس دقائق لكي يستوعب "ستان" أسلوب القيمة.

إن "بيرلميتر" لا يملك ما يملكه "شلوس" ولا "بيل رواني"؛ فتلك سجلات صنعها أصحابها بمنتهى الاستقلالية، ولكن في كل مرة يشتري "بيرلميتر" سهمًا فإنما يفعل ذلك لأنه يحصل على ما يفوق قيمة ما دفعه. وذلك هو الشيء الوحيد الذي يفكر فيه. إنه لا يكترث للتوقعات الخاصة بالأرباح ربع السنوية ولا أرباح العام القادم. ولا أي يوم من أيام الأسبوع هو الذي يقوم فيه بالشراء ولا أي أسبوع هذا ولا ما تقوله الأبحاث

الحجم ولا أي شيء آخر لأنه ببساطة يسأل فقط: ما قيمة النشاط؟

الجدولان الثامن والتاسع هما سجلات صندوقي التقاعد اللذين اشتركت فيهما. ولم يتم اختيارهما من بين عشرات صناديق التقاعد التي تعاملت معها، ولكنهما الصندوقان الوحيدان اللذان أثرت فيهما؛ ففي الحالتين قمت بتوجيههما نحو المديرين الذين يتبعون أسلوب القيمة. فنادرًا ما تتم إدارة صناديق التقاعد من زاوية القيمة. أما الجدول الثامن فهو صندوق تقاعد شركة "واشنطن بوست"؛ فلقد كانت الشركة تتعامل مع أحد البنوك منذ سنوات قليلة ولكني اقترحت عليهم أن يحسنوا صنعًا باختيار المديرين ذوي التوجهات المتعلقة بالقيمة.

وكما يمكنك أن تدرك، فلقد أصبح الصندوق من بين نسبة الصناديق التي تحتل الصدارة منذ إجراء ذلك التغيير؛ فلقد طلبت الشركة من مديري الصندوق أن تكون نسبة 25% من الصندوق في صورة سندات، والتي قد لا تكون بالضرورة من اختيار هؤلاء المديرين. وهكذا أدرجت أداء السندات فقط لتوضيح أن هذه المجموعة ليست لديها خبرة خاصة في السندات. ولم تكن هذه المجموعة لتقول إنها تتمتع بهذه الخبرة بالفعل، وحتى مع وضع 25% من الأموال في هذا المجال الذي لم يكن مجالهم فإنهم كانوا من بين النسبة التي احتلت القمة في إدارة الصناديق. إن تجربة واشنطن بوست لا تمتد إلى فترة طويلة، ولكنها تمثل العديد من القرارات الاستثمارية التي اتخذها ثلاثة

مديرين لم يتم التعرف عليهم بعدها.

أما الجدول التاسع فيمثل سجل صندوق شركة إف إم سي وأنا لا أتولى إدارة مليم واحد من أموال الصندوق، ولكن في عام 1974 أثرت في قرارهم الخاص باختبار مديرين ذوي اتجاهات ترتكز على أسلوب القيمة. وقبل هذا التاريخ كانوا يختارون المديرين بالأسلوب نفسه الذي تتبعه غالبية الشركات الكبرى. أما الآن فإن الصندوق يحتل مكان الصدارة في الاستبيان الذي أجرته مؤسسة بيكر عن صناديق التقاعد؛ وذلك لضخامة حجمه خلال الفترة التي أعقبت هذا "التحول" نحو أسلوب القيمة. وخلال العام الماضي بلغ عدد المديرين الذين تولوا إدارة الأسهم ثمانية مديرين لم تستمر مدة عمل أي منهم أكثر من عام، سبعة منهم كان لهم سجل تراكمي أفضل من مؤشر إس آند بي أما في العام الماضي فقد كان سجل المديرين الثمانية مجتمعين أفضل من إس آند بي، وتبلغ قيمة صافي الفرق بين الأداء المتوسط المستوى والأداء الفعلي لصندوق إف إم سي خلال تلك الفترة 243 مليون دولار. إن الصندوق ينسب الفضل في ذلك إلى تغيير أسلوب التفكير بشأن اختيار المديرين. إن هؤلاء المديرين ليسوا بالضرورة أولئك الذين قمت باختيارهم شخصيًّا، ولكن يجمع بينهم قاسم مشترك، وهو اختيار الأوراق المالية بناء على القيمة.

إذن، تلك هي سجلات تسعة من "رماة العملة" من قرية "جراهام دودزفيل". وأنا لم أقم باختيارهم بعد إدراك متأخر من بين الآلاف، والأمر ليس عبارة عن ترديد

أسماء مجموعة من الفائزين بأوراق اليانصيب فهناك أشخاص لم أسمع عنهم من قبل فازوا باليانصيب؛ فلقد وقع اختياري على هؤلاء الأشخاص بناءً على الإطار الذي يحكم اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية. إنني أعلم مـا تعلمـوه فضلًا عن معرفتي الشخصية بأسلوب تفكيرهم وشخصيتهم وطباعهم. وإنه لأمر بالغ الأهمية أن تفهم أن هذه المجموعة من الأشخاص سالفي الذكر تحملوا مستوى مخاطرة أقل من المتوسط؛ لاحظ سجلهم في الأعوام التي يعتري فيها الضعف السوق العامـة. وفـي الـوقت الـذي يختلـف فيـه هـؤلاء المستثمرون فيما بينهم في الأسلوب، لكن تجمع بينهم فكرة شراء المشروع وليس شراء السهم . بل يقوم عدد قليـل منـهم بشراء مشروع كامل في بعض الأحيـان. ولكن في الأغلب الأعم يقومون بشراء أجزاء محدودة من المشروعات. ولا يختلف موقفهم من شراء مشروع بأسـره عـن شـراء أجزاء صغيرة منـه؛ فـالبعض منهم يمتلـك حـافظات ماليـة بها عشرات الأسهم، فـي حين يركز البعض الآخر على امتلاك حفنة قليلة من الأسهم، ولكنهم يتفقون جميعًا في استغلال الفارق بين السعر السوقي للمشروع وقيمته الحقيقية.

وبـرأيي هنـاك قصـور شـديد فـي الأسواق؛ فلقـد نجـح مسـتثمرو "جراهـام دودزفيـل" فـي اسـتغلال الفجـوات القائمة بين السعر والقيمة. عندما يمكن التأثير في سعر سهم بواسطة مجموعة في وول ستريت مع تحديد الأسعار عند هامش بواسطة أكثر الأشخاص تقلبًا أو أكثرهم جشعًا أو أكثرهم اكتئابًا، فمن الصعب القول بأن

السوق تضع أسعارها طبقًا للعقل والمنطق. وفي حقيقة الأمر فإن أسعار السوق دائمًا ما تتسم بأنها لا تخضع لأي منطق.

وعلى الجانب الآخر أود قول أمر مهم عن المخاطرة والمكافأة؛ ففي بعض الأحيان يرتبط بعضهما البعض بصورة إيجابية، فإذا أتاني شخص وقال لي: "معي مسدس تسع خزانته ست طلقات ووضعت فيه طلقة واحدة فلماذا لا أطلقه عليك مرة واحدة وأعطيك مليون دولار"- سوف أرفض وذلك لأن مليون دولار ليس مبلغًا كافيًا ومن ثم سوف يعرض علي 5 ملايين دولار لكى يضغط على الزناد مرتين عندئذٍ تكون هناك علاقة إيجابية بين المخاطرة والمكافأة!

والعكس صحيح فيما يتعلق بالاستثمار في القيمة. إذا قمت بشراء دولار مقابل ستين سنتًا، فهذا أمر أشد مخاطرة من قيامك بشراء دولار مقابل أربعين سنتًا ولكن توقع تحقيق المكافأة يكون أكبر في الحالة الأخيرة. فكلما زادت احتمالات تحقيق نتائج إيجابية في الحافظة المالية القائمة على القيمة، قلت المخاطرة.

من الأمثلة السريعة: لقد كانت شركة واشنطن بوست تُباع في عام 1973 مقابل 80 مليون دولار في السوق في ذلك الحين، وفي ذلك اليوم، كان يمكنك بيع الأصول لأي شخص من بين عشرة مشترين مقابل ما لا يقل عن 400 مليون دولار، بل وأكثر. ولقد كانت الشركة تمتلك صحيفة البوست و النيوزويك إلى جانب العديد من المحطات التليفزيونية الأخرى في الأسواق الكبرى.

إن هـذه الممتلكـات نفسـها تسـاوي الآن مليـاري دولار، وهكذا فإن الشخص الذي دفع 400 مليون دولار لم يكن مجنونًا.

والآن إذا هبط السهم إلى سعر جعل تقييمه يصل إلى 40 مليون دولار بدلًا من 80 مليون دولار، فإن مقياس بيتـا كـان سيصل إلـى مستوى أعلـى. وبالنسبـة للأفـراد الذين يظنون أن بيتا يقيس مدى المخاطرة فإن السعر الأقل كان سيبدو أشد مخاطرة. وهذا يشبه حقًّا قصة "أليس في بلاد العجائب". وفي واقع الأمر لم أتمكن قط من فهم لماذا يعتبر شراء ممتلكات تقدر قيمتها بـ 400 مليون دولار بـ 40 مليون دولار أشد خطورة من شرائها بـ 80 مليون دولار. وفي حقيقة الأمر إذا قمت بشراء مجموعة من الأوراق المالية وكنت تعلم كل شيء على الإطلاق عن تقييم المشروعات فلا توجد أية مخاطرة مطلقًا في شراء 400 مليون دولار بـ 80 مليون دولار خاصـة إذا قمـت بشـراء مجموعـات تصـل قيمـة كـل مجموعة إلى 40 مليون دولار مقابل 8 ملايين دولار لكل مجموعـة منها. ومـا دمت لا تضع يـديك علـى الـ 400 مليون دولار فأنت تريد أن تتأكد أنك تعمل مع أشخاص يتسمون بالكفاءة والأمانة، وهذه ليست مهمة صعبة بالمرور عليه.

لابد أن تتوافر لديك أيضًا المعرفة لكى تتمكن من عمل تقدير عام لقيمة المشروعات الرئيسية، ولكنك لا تقترب مـن هـذه القيمـة بـالفعل، وهـذا بالضـبط مـا عناه "بن جراهام" بضرورة وجود هامش أمان؛ فأنت لا يمكنك محاولة شراء المشروعات التي تبلغ قيمتها 83 مليون

دولار مقابل 80 مليون دولار. إنك تحاول أن تتيح لنفسك هامش أمان هائلًا. فعندما تقوم ببناء كوبري تصر على أن يتحمل ثقلًا يبلغ 30 ألف رطل. ولكنك تسمح للشاحنات التي تصل حمولتها إلى 10 آلاف رطل فقط بالمرور عليه. والمبدأ نفسه ينطبق على الاستثمار.

وفي الختام، قد يتساءل بعض ممن لديهم توجهات تجارية أكبر عن سبب كتابتي لهذا المقال. إن زيادة عدد المتحولين إلى أسلوب القيمة سوف تؤدي بالضرورة إلى تضييق هوامش الفرق بين السعر والقيمة. ولا يسعني سوى إخبارك بأنه تم كشف النقاب عن السر منذ خمسين عامًا، عندما قام "بن جراهام" و "ديفيد دود" بتأليف كتاب Security Analysis ، ومع ذلك لم أر أي اتجاه نحو الاستثمار في القيمة خلال الخمسة والثلاثين عامًا التي قمت بتطبيقه في أثنائها. ويبدو أن هناك سمة سيئة في الطبع البشري تميل لجعل الأمور السهلة واليسيرة صعبة. إن العالم الأكاديمي ابتعد عن تعليم الاستثمار القائم على القيمة خلال الثلاثين عامًا الماضية. ومن المحتمل أن يستمر الوضع هكذا. وسوف تستمر السفن في الإبحار حول العالم، ولكن "جمعية الأرض منبسطة" سوف تواصل ازدهارها وسوف يستمر التباين القائم بين السعر والقيمة في السوق في الوقت الذي سوف يواصل فيه أولئك الذين يقرأون لـ "جراهام"، و"دود" في تحقيق النجاح.

وفيما يلي الجداول سالفة الذكر من 1 - 9:

سنة	1956	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
الربح الإجمالي لإس آند بي بما في ذلك توزيعات الأرباح (%)	7.5	- 10.5	42.1	12.7	1.6 -	26.4	10.2 -	23.3	16.5	13.1	10.4 -	26.8	10.6
الربح الإجمالي السنوي لشركة "والتر جاي شلوس المحدوده" (%)	5.1	4.7 -	42.1	17.5	7.0	21.6	8.3	15.1	17.1	26.8	0.5	25.8	26.6
الربح الإجمالي لشركة والتر سنوياً (%)	6.8	4.7 -	54.6	23.3	9.3	28.8	11.1	20.1	22.8	35.7	0.7	34.4	35.5

جدول 1 "والتر جاي شلوس"	الربح المركب لمؤشر ستاندرد آند بورز في مدة عام 28.25	الربح المركب لشركة والتر جاي شلوس في مده عام 28.25	الربح المركب لشركة والتر جاي شلوس في مدة عام 28.25	المعدل السنوي المركب لمؤشر ستاندرد آند بورز الذي يغطي عام 28.25	المعدل السنوي المركب لشركة والتر جاي شلوس المحدوده الذي يغطي 28.25 عام	المعدل السنوي المركب لشركة والتر جاي شلوس المحدودة الذي يغطي28.25 عام
	887.2%	6678.8%	23.104.7%	% 8.4	16.1%	210.3%

خلال تاريخ الشركة بلغت ممتلكاتها أكثر من 800 إصدار وفي أغلب الأحيان احتلت أكثر من مائة مركز على الأقل. تبلغ قيمة الأصول الحالية في ظل الإدارة القائمة ما يقرب من 45 مليون دولار. إن الفرق بين عوائد شركة التضامن وعوائد شركة محدوده المسئوليه إنما يرجع إلى مخصصات الشريك العام للإدارة.

جدول1 شركه "والتر جاي شلوس" (تابع)

سنة	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 الربع الأول
الربح الإجمالي لإس آند بي بما في ذلك توزيعات الأرباح (%)	7.5 -	2.4	14.9	19.8	14.8 -	26.6 -	36.9	22.4	8.6 -	7.0	17.6	32.1	6.7	20.2	22.8	2.3
الربح الإجمالي السنوي لشركه "والتر جاي شلوس المحدوده" (%)	9.0 -	8.2 -	25.5	11.6	8.0 -	6.2 -	42.7	29.4	25.8	36.6	29.8	23.3	18.4	24.1	38.4	0.8
الربح الإجمالي لشركة والتر سنويًا (%)	9.0 -	8.2 -	28.3	15.5	8.0 -	6.2 -	52.2	39.2	34.4	48.8	39.7	31.1	24.5	32.1	51.2	1.1

جدول 2 شركة "تويدي براون "

الفترة المنفصلة (30 سبتمبر)	داو جونز (%)	إس آند بي 500 (%)	إجمالي عائد تويدي براون (%)	شركة تويدي براون (%)
1968 (9 شهور)	6.0	8.8	27.6	22.0
1969	9.5	6.2 -	12.7	10.0
1970	2.5 -	6.1 -	1.3 -	1.9 -
1971	20.7	20.4	20.9	16.1
1972	11.0	15.5	14.6	11.8
1973	2.9	1.0	8.3	7.5
1974	31.8 -	38.1 -	1.5	1.5
1975	36.9	37.8	28.8	22.0
1976	29.6	30.1	40.2	32.8
1977	9.9	4.0 -	23.4	18.7
1978	8.3	11.9	41.0	32.1
1979	7.9	12.7	25.5	20.5
1980	13.0	21.1	21.4	17.3
1981	3.3 -	2.7	14.4	11.6
1982	12.5	10.1	10.2	8.2
1983	44.5	44.3	35.0	28.2
عائد إجمالي 15.75 سنة	191.8%	238.5%	1661.2%	936.4%
المعدل السنوي المركب لمؤشر ستاندر آند بورر الذي يعطي 15.75 عام				7.0%
المعدل السنوي المركب لشركة تويدي براون المحدده الذي يغطي 15.75 عام.				16.0%
المعدل السنوي المركب لإجمالي عائد شركة تويدي براون الذي يعطي 15.75 عام.				20.0%

تشمل توزيعات مؤشر ستاندرد آند بورز 500 المركب ومؤشر داو جونز الصناعي.

الجدول 3 شركة "باهيت بارتنرشيب"

سنة	النتائج الإجمالية من مؤشر داو جونز	نتائج بارتنرشيب	نتائج بارتنرشيب المحدودة
	(%)	(%)	(%)
1957	-8.4	10.4	9.3
1958	38.5	40.9	32.2
1959	20.0	25.9	20.9
1960	-6.2	22.8	18.6
1961	22.4	45.9	35.9
1962	-7.6	13.9	11.9
1963	20.6	38.7	30.5
1964	18.7	27.8	22.3
1965	14.2	47.2	63.9
1966	-15.6	20.4	16.8
1967	19.0	35.9	28.4
1968	7.7	58.8	45.6
1969	-11.6	6.8	6.6
بناءً على الأسس التراكمية أو المركبة، النتائج هي:			
1957	-8.4	10.4	9.3
1957 – 58	26.9	55.6	44.5
1957- 59	52.3	95.5	74.7
1957- 60	42.9	140.6	107.2
1957 – 61	74.9	251.0	181.6
1957 – 62	61.6	299.8	215.1
1957 – 63	94.9	454.5	311.2
1957 – 64	131.3	608.7	402.9
1957 – 65	164.1	943.2	588.9
1957 - 66	122.9	1156.0	704.2
1957 - 67	165.3	1606.9	932.6
1957 - 68	185.7	2610.6	1403.5
1957 - 69	152.6	2794.9	1502.7
المعدل السنوي المركب	7.4	29.5	23.8

الجدول 4 "صندوق سيكويا"

سنة	التغير السنوي للنسبة المئوية صندوق سيكويا	مؤشر إس آند بي 500
	(%)	(%)
1970 (بدءًا من 15 يوليه)	12.1	20.6
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	24.0 -	14.8 -
1974	15.7 -	26.4 -
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	7.4 -
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	5.0 -
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984 (الربع الأول)	1.6 -	2.4 -
الفترة بأكملها	775.3%	270.0%
عائد سنوي مركب	17.2%	10.0%
بالإضافة إلى 1% أجر الإدارة	1.0%	
إجمالي العائد الاستثماري	18.2%	10.0%

تتضمن التوزيعات (توزيعات الأرباح الرأسمالية في

حالة صندوق سيكويا) التي تم التعامل معها كأنها قد أعيد استثمارها.

تختلف تلك الأرقام اختلافًا طفيفًا عن أرقام مؤشر إس آنــد بــي فــي الجــدول (1) بســبب اختــلاف حساب التوزيعات التي أعيد استثمارها.

جدول 5 " تشارلز موبحر"

الناتج السنوية سنة (1)	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
صندوق استثماري (%)	9.8 -	20.0	15.9	10.2	7.7 -	20.0	10.3	4.8 -	0.6	9.0	11.0	-12.5	-25.5	32.9
سهم المستثمرين (%)	-13.4	23.8	13.6	19	2.6	28	6.7	1.9	7.2	26.6	23.7	14.3	30.3	30.8
ليمان (%)	-14.4	16.5	14.3	9.8	9.9 -	22.8	8.1	7.9 -	4.1 -	16.8	15.2	-17.6	25.6	33.3
تراي كونت (%)	-12.2	20.3	13.3	10.7	6.9 -	25.4	6.8	0.1	1.0 -	22.4	21.4	-21.3	-27.6	35.4
داو (%)	7.6 -	20.6	18.7	14.2	-15.7	19.0	7.7	-11.6	8.7	9.8	18.2	-23.1	13.1	44.4
إجمالي شركه التضامن (%)	30.1	71.7	49.7	8.4	12.4	56.2	40.4	28.3	0.1 -	25.4	8.3	31.9	31.5	37.2
الشركاء المحدودون	20.1	47.8	33.1	6.0	8.3	37.5	27.0	21.3	0.1 -	20.6	7.3	31.9	31.5	73.2

جدول 5 "تشارلز موبحر" (تابع)

ناتج مركبة سنة (2)	1962	1962 - 3	1962 - 4	1962 - 5	1962 - 6	1962 - 7	1962 - 8	1962 - 9	1962 - 70	1962 - 71	1962 - 72	1962 - 73	1962 - 74	1962 – 75	متوسط المعدل السنوي المركب
صندوق استثماري (%)	-9.8	8.2	25.4	38.2	27.5	53.0	68.8	60.7	61.7	76.3	95.7	71.2	27.5	69.4	3.8
سهم المستثمرين (%)	-13.4	0.9	15.3	26.6	14.1	40.1	51.4	39.4	33.7	56.2	79.9	48.2	40.3	47.0	2.8
ليمان (%)	-14.4	6.0	20.4	43.3	39.5	78.5	90.5	86.9	73.4	119.5	171.5	132.7	62.2	112.2	5.5
تراي كونت (%)	-12.2	5.6	19.6	32.4	23.2	54.5	65.0	65.2	63.5	100.1	142.9	91.2	38.4	87.4	4.6
داو (%)	7.6 -	11.5	32.4	51.2	27.5	51.8	63.5	44.5	57.1	72.5	103.9	77.2	36.3	96.8	5.0
إجمالي شركه التضامن (%)	30.1	123.4	234.4	262.5	307.5	536.5	793.6	1046.5	1045.4	1336.3	1455.5	959.3	625.6	1156.7	19.8
الشركاء المحدودون	20.1	77.5	136.3	150.5	171.3	273.0	373.7	474.6	474.0	592.2	642.7	405.8	246.5	500.1	13.7

الجدول 6 "باسيفيك بارتنرز المحدودة"

سنة	مؤشر إس آند بي 500	نتائج الشراكة المحدودة (%)	النتائج الإجمالية لشركة التضامن
1965	12.4	21.2	32.0
1966	- 10.1	24.5	36.7
1967	23.9	120.1	180.1
1968	11.0	114.6	171.9
1969	- 8.4	64.7	97.1
1970	3.9	- 7.2	- 7.2
1971	14.6	10.9	16.4
1972	18.9	12.8	17.1
1973	- 14.8	- 42.1	- 42.1
1974	26.4	- 34.4	34.4
1975	37.2	23.4	31.2
1976	23.6	127.8	127.8
1977	-7.4	20.3	27.1
1978	6.4	28.4	37.9
1979	18.2	36.1	48.2
1980	32.3	18.1	24.1
1981	- 5.0	6.0	8.0
1982	21.4	24.0	32.0
1983	22.4	18.6	24.8
أرباح مؤشر ستاندر آند بورز المركبة طوال تسعة عشر عامًا.			316.4%
الأرباح المركبة للشراكة المحدودة طوال تسعة عشر عامًا			5530.2%
الأرباح المركبة لشركة التضامن طوال تسعة عشر عامًا			22200.0%
أرباح المعدل السنوي المركب لمؤشر ستاندرد آند بورز طوال تسعة عشر عامًا			7.8%
المعدل السنوي المركب للشراكة المحدودة طوال تسعة عشر عامًا			23.6%
المعدل السنوي المركب لشركة التضامن طوال تسعة عشر عامًا			32.9%

جدول 7 "استثمارات سرلنسر"

سنة	8/1-12/31/65	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1/1-10/31/76	11/1/76-10/31/77	11/1/77-10/31/78	11/1/78-10/31/79	11/1/79-10/31/80	11/1/80-10/31/81	11/1/81-10/31/82	11/1/82-10/31/83
إجمالي PIL (%)	40.6	6.4	73.5	65.0	-13.8	-8.0	65.7	23.6	-26.1	-12.0	38.5	38.2	30.3	31.8	34.7	41.8	4.0	29.8	22.2
شراكة محدودة (%)	32.5	5.1	58.8	52.0	-13.8	-8.0	49.3	18.9	-26.1	-12.0	38.5	43.5	25.5	26.6	28.9	34.7	3.3	25.4	18.4

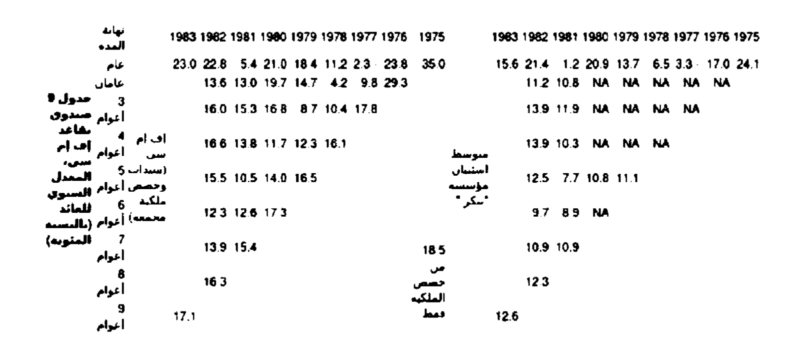
إجمالي نسبة أرباح شركة التضامن من 1/1/65 وحتى 31/12/83	نسبة أرباح الشراكة المحدودة من 1/1/65 وحتى 31/12/83	المعدل السنوي المركب لأرباح شركة التضامن الكلية	المعدل السنوي المركب لأرباح الشراكة المحدودة	مؤشر داو جونز الصناعي 31/7/65 (تقريبا)	مؤشر داو جونز الصناعي 31/10/83 (تقريبي)	معدل مركب تقريبي لأرباح داو جونز بما في ذلك التوزيعات
4277.2%	2309.5%	23.0%	19.0%	882	1225	7%

جدول 8 شركة [illegible] صندوق رئيسي

		جميع الاستثمارات المدير (أ)	المدير (ب)	المدير (ج)	صندوق رئيسي (جميع المديرين)	سهم عادي مدير (أ)	مدير (ب)	مدير (ج)	صندوق رئيسي (جميع المديرين)	سندات مدير (أ)	مدير (ب)	مدير (ج)	صندوق رئيسي	سندات معادل نقدي مدير (أ)	مدير (ب)	مدير (ج)	صندوق رئيسي (جميع المديرين)
الربع الحالي	العائد (%)	4.1	3.2	5.4	3.9	5.2	3.6	8.2	4.7	2.7	1.6	3.2	2.2	2.5	2.1	3.1	2.4
	الدرجة	2	4	1	1	1	5	1	1	8	46	4	11	15	28	6	14
العام المنتهي	العائد (%)	22.6	34.1	22.2	28.1	32.1	52.9	29.3	41.2	17.0	7.6	10.4	9.7	12.0	8.2	10.2	10.2
	الدرجة	10	1	11	1	9	1	14	1	1	48	9	14	5	29	17	17
عامان منصرمان	العائد (%)	20.6	33.0	28.4	28.2	26.1	46.2	30.8	37.0	28.6	18.3	24.0	21.1	16.1	17.1	22.0	17.8
	الدرجة	40	1	3	1	27	1	10	1	1	53	3	14	64	47	2	20
ثلاثة أعوام منصرمة	العائد (%)	18.0	28.2	24.5	24.3	21.2	37.8	29.3	30.4	19.0	12.7	18.9	15.2	15.5	14.7	21.6	16.2
	الدرجة	10	1	1	1	11	1	3	1	1	84	1	24	21	41	1	2
خمسة أعوام منصرمة	العائد (%)	20.2	22.6	_	21.8	28.5	29.3	_	27.6	12.2	7.4	_	9.3	12.9	10.8	_	12.5
	الدرجة	3	1	_	1	7	3	_	1	2	88	_	30	9	44	_	9

سنوي

الدرجة مشير إلى أداء الصندوق مقارنه بمؤسسة "آيه سي بيكر بوسترس" الدرجات مقسمة على شكل شرائح مئوية: 1 – أفضل أداء 100 – أسوأ أداء



جدول 9 صندوق تقاعد إف إم سي، المعدل السنوي للعائد (بالنسبه المئويه)

اف ام سي (سندات وحصص ملكية مجمعه)

نهاية المده	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975
عام	23.0	22.8	5.4	21.0	18.4	11.2	2.3	23.8	35.0
عامان		13.6	13.0	19.7	14.7	4.2	9.8	29.3	
3 أعوام		16.0	15.3	16.8	8.7	10.4	17.8		
4 أعوام		16.6	13.8	11.7	12.3	16.1			
5 أعوام		15.5	10.5	14.0	16.5				
6 أعوام		12.3	12.6	17.3					
7 أعوام		13.9	15.4						18.5 من حصص الملكيه فقط
8 أعوام		16.3							
9 أعوام	17.1								

متوسط استثمار مؤسسه "بكر"

	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975
عام	15.6	21.4	1.2	20.9	13.7	6.5	3.3	17.0	24.1
عامان		11.2	10.8	NA	NA	NA	NA	NA	
3 أعوام		13.9	11.9	NA	NA	NA	NA		
4 أعوام		13.9	10.3	NA	NA	NA			
5 أعوام		12.5	7.7	10.8	11.1				
6 أعوام		9.7	8.9	NA					
7 أعوام		10.9	10.9						
8 أعوام		12.3							
9 أعوام	12.6								

جدول 9 صندوق تقاعد إف إم سي و المعدل السنوي للعائد (بالنسبة المئوية) (تابع)

إس أند بي	1983	1982	1981	1980	1979	1978	1977	1976	1975
عام	22.8	21.5	5.0 -	32.5	18.6	6.6	7.7	23.7	37.2
عامان		7.3	12.0	25.3	12.4	0.8 -	6.9	30.3	
3 أعوام		15.1	14.2	18.7	5.5	6.8	16.1		
4 أعوام		16.0	12.2	11.7	9.8	13.7			
5 أعوام		14.0	8.1	14.0	14.8				
6 أعوام		10.2	10.5	17.5					
7 أعوام		12.0	14.0						
8 أعوام		14.9							
9 أعوام	15.6								

2. قواعد مهمة فيما يتعلق بفرض الضرائب على الدخل الناتج من الاستثمارات، 2. وصفقات الأوراق المالية (عام 1972).

ملحوظة المحرر: نظرًا للتغيرات الواسعة التي طرأت على القواعد التي تحكم مثل هذه التعاملات تمت الاستعانة بالوثيقة التالية للأغراض التاريخية فحسب. عندما تمت كتابة هذه الوثيقة لأول مرة بقلم "بنيامين جراهام" عام 1972 كانت جميع المعلومات الواردة بها صحيحة. ومع ذلك فإن التطورات التي وقعت بعد ذلك جعلتها لا تتلاءم مع الأغراض الحالية. ويلي ملحق (2) الذي كتبه "جراهام" نسخة منقحة وحديثة"لأسس فرض الضرائب على الاستثمارات"؛ مما يجعل القارئ

يطلع على أحدث القواعد المتعلقة بهذا الموضوع.

القاعدة الأولى: الفائدة والتوزيعات

تخضع الفائدة والتوزيعات للضريبة مثل الدخل العادي فيما عدا (أ) الدخل الناتج من الالتزامات القائمة في الولاية أو البلدية أو أية التزامات مشابهة معفاة من الضريبة الفيدرالية وإن كان من الجائز خضوعها للضريبة التي تفرضها الولاية، (ب) توزيعات تمثل عائدًا رأسماليًا، (جـ) توزيعات معينة تدفعها شركات استثمارية (انظر أدناه)، و (د) المائة دولار الأولى من توزيعات الشركات المحلية العادية.

القاعدة الثانية: الأرباح والخسائر الرأسمالية

يتم دمج الأرباح والخسائر الرأسمالية قصيرة الأجل للحصول على صافي الأرباح والخسائر الرأسمالية قصيرة الأجل. ويتم دمج الأرباح والخسائر الرأسمالية طويلة الأجل للحصول على صافي الأرباح والخسائر الرأسمالية طويلة الأجل. فإذا زاد صافي الأرباح الرأسمالية قصيرة الأجل على صافي الخسارة الرأسمالية طويلة الأجل فإنه يتم إدخال 100% من مثل هذه الزيادة ضمن الدخل وتفرض ضريبة تصل بحد أقصى إلى 25% وحتى 50 ألف دولار من قيمة مثل هذه الأرباح و 35% على الرصيد.

ويتم خصم صافي الخسارة الرأسمالية (المبلغ الذي يزيد على قيمة الأرباح الرأسمالية) من الدخل العادي بحد أقصى يصل إلى ألف دولار في السنة الحالية

وخلال السنوات الخمس التي تلي ذلك، ويمكن تطبيق الخسائر التي لم يُستعن بها في أي وقت لتعويض الأرباح الرأسمالية. (إن عمليات تأجيل الخسائر التي تمت قبل عام 1970 تم التعامل معها على نحو أكثر ليبرالية عن الخسائر اللاحقة).

ملحوظة بشأن "الشركات الاستثمارية الخاضعة للقواعد التنظيمية".

إن غالبية صناديق الاستثمار ("الشركات الاستثمارية") تستغل الشروط الخاصة التي يتضمنها قانون الضرائب الذي يمكِّنها من الخضوع للضريبة كشركات تضامن. وهكذا إذا حققت أرباحًا طويلة الأجل من الأوراق المالية عندئذٍ يمكنها توزيعها "كتوزيعات أرباح رأسمالية"، والتي يسجلها حملة الأسهم في الوقت نفسه كأرباح طويلة الأجل. وتخضع تلك الأرباح لسعر ضريبة أقل عن التوزيعات العادية. وقد تختار مثل هذه الشركة دفع ضريبة تصل إلى 25% عن حساب حملة أسهمها، ثم تحتفظ برصيد الأرباح الرأسمالية بدون توزيعها كتوزيعات أرباح رأسمالية.

3. أسس فرض الضرائب على الاستثمارات (تم التحديث اعتبارًا من عام 2003).

الفوائد والتوزيعات

تخضع الفائدة والتوزيعات لسعر ضريبة الدخل العادي فيما عدا (أ) الفائدة التي يتم الحصول عليها من سندات

البلديات التي لا تخضع لضريبة الدخل الفيدرالية، وإن كان من الجائز خضوعها للضريبة التي تفرضها الولاية (ب) التوزيعات التي تمثل عائدًا رأسماليًا، و(جـ) توزيعات الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل التي تدفعها الصناديق الاستثمارية المشتركة (انظر أدناه) إن سندات البلديات المتعلقة بالنشاط الخاص، حتى تلك التي تكون ضمن إطار الصندوق المشترك، قد تجعلك تخضع لضريبة الحد الأدنى الفيدرالي البديل.

الأرباح والخسائر الرأسمالية

تم دمج الأرباح والخسائر الرأسمالية للحصول على صافي الأرباح والخسائر الرأسمالية قصيرة الأجل. تم دمج الأرباح والخسائر الرأسمالية طويلة الأجل لتحديد أرباحك وخسائرك الرأسمالية طويلة الأجل. فإذا زاد صافي الأرباح الرأسمالية قصيرة الأجل على صافي الخسارة الرأسمالية طويلة الأجل فإن هذا المبلغ الإضافي يعد دخلًا عاديًا. فإذا كان هناك صافي أرباح رأسمالية طويلة الأجل فإنه يخضع لسعر ضريبة الأرباح الرأسمالية المناسب الذي يصل إلى 20% يتم خفضه إلى 18% على الاستثمارات التي تم شراؤها بعد 31 ديسمبر عام 2000، وتم الاحتفاظ بها لما يزيد على خمس سنوات.

يتم خصم صافي الخسارة الرأسمالية من الدخل العادي بحد أقصى يصل إلى 3 آلاف دولار خلال السنة الجارية. وأي خسارة رأسمالية تزيد على 3 آلاف دولار يمكن تطبيقها في السنوات الضريبية التالية لتعويض الأرباح

الرأسمالية المستقبلية.

الصناديق المشتركة

مثل جميع "الشركات الاستثمارية الخاضعة للقواعد التنظيمية"، فإن الصناديق الاستثمارية المشتركة تستفيد من النصوص الخاصة الواردة في قانون الضرائب الذي يعفيها من ضريبة الشركات. وبعد بيع الحيازات طويلة الأجل يمكن للصناديق المشتركة توزيع الأرباح "كتوزيعات أرباح رأسمالية"، والتي يتعامل معها حملة الأسهم كأرباح طويلة الأجل. وتخضع تلك الأرباح لسعر ضريبة منخفض (يصل إلى 20% بصفة عامة) عن التوزيعات العادية (وحتى 39%) وينبغي عليك بصفة عامة أن تتجنب إقامة استثمارات جديدة وضخمة خلال الربع الرابع من كل عام، عندما يتم توزيع هذه الأرباح الرأسمالية وإلا وجدت نفسك تخضع لضريبة عن ربح حققه الصندوق حتى قبل امتلاكك إياه.

4. المضاربة بأسلوب جديد في الأسهم العادية 1

ما سوف أقوله يعكس السنوات العديدة التي قضيتها في وول ستريت وما أتاحته لي من شتى ألوان الخبرة. ولقد تضمنت توافر ظروف جديدة أو مناخ جديد يتحدى قيمة التجربة في حد ذاتها. وفي الحقيقة من العناصر التي تميز الاقتصاد، والعلوم المالية وتحليل الأوراق المالية عن غيرها من الفروع العملية الأخرى الشك في صحة الظواهر الماضية كدليل للحاضر

وللمستقبل. ومع هذا ليس من حقنا رفض دروس الماضي ما لم نقم على الأقل بدراستها واستيعابها. وما حديثي اليوم سوى محاولة للوصول إلى ذلك الفهم والاستيعاب في مجال محدود وذلك سعيًا وراء توضيح بعض العلاقات المتناقضة القائمة بين الحاضر والماضي في مواقفنا الرئيسية إزاء الاستثمار والمضاربة في الأسهم العادية.

ودعونا نبدأ بملخص لآرائي. لقد كانت عناصر المضاربة في الأسهم العادية فيما مضى تنحصر تقريبًا في الشركة نفسها، وكانت ترجع إلى الشكوك أو إلى عوامل التقلب أو الضعف الواضح في الصناعة أو الهيكل الفردي للشركة. إن عوامل المضاربة تلك لا تزال قائمة، ولكن يمكننا القول بأنها قد تضاءلت بفعل عدد من التطورات طويلة الأجل التي سوف أشير إليها. ولكن ردًّا على ذلك ظهر عنصر مضاربة خارجي جديد ورئيسي على حلبة عالم الأسهم العادية مصدره موقف عامة مشتري الأسهم ومستشاريهم ووجهات نظرهم خاصة محللي الأوراق المالية، ويمكن وصف هذا الموقف بعبارة واحدة وهي: "التأكيد الأساسي على التوقعات المستقبلية".

لا شيء يبدو منطقيًّا وطبيعيًّا لهؤلاء الأفراد أكثر من فكرة أن السهم العادي يجب أن يتم تقييمه وتسعيره بناءً على الأداء المستقبلي المتوقع للشركة. ومع ذلك فإن هذا المفهوم الذي يبدو بسيطًا في الظاهر يحمل في طياته عددًا من المتناقضات والعثرات، وإحدى هذه المتناقضات أنه يمحو جانبًا كبيرًا من الاختلافات

القديمة والراسخة بين الاستثمار والمضاربة، وطبقًا لما جـاء فـي المعجـم فإن كلمـة "مضـاربة" أصـلها كلمـة اللاتينيـة التـي تعني اكتشـافًا، وهكذا فإن (Specula) المضـارب هـو الـذي يكتشـف ويسـتشرف التطـورات المسـتقبلية قبـل غـيره مـن الأفـراد. أمـا الآن إذا كـان المستثمر فطنًا أو يحصل على استشارات جيدة فهو أيـضًا ينبغـي أن يسـتشرف المسـتقبل أو يصـل إلـى اكتشاف يجعله يقف على قدم المساواة مع المضارب.

ثانيًا، نجد في أغلب الأحيان أن الشركات التي تتوافر فيها السمات الاستثمارية الممتازة بمعنى تمتعها بأفضل تصنيف ائتماني هي التي من المحتمل أن تجذب اهتمام المضاربين فيما يتعلق بأسهمها العادية ما دام الجميع يفترض أن مستقبلها المشرق مضمون. ثالثًا، إن مفهوم الإمكانات المستقبلية، خاصة مفهوم النمو المستثمر في المسـتقبل، يتطلـب تطبيق صيغ مستقاة من أساليب رياضـية متقدمة لتحـديد القيمـة الحاليـة للإصدارات الممتــازة، ولكــن الـمزج بـين الصـيغ المحـددة مـع الافتراضات غير الدقيقة تمامًا يمكن استخدامه لتحديد أو بالأحرى تبرير، أية قيمة يريدها المرء، مهما كانت مرتفعة، للإصدارات الممتازة والاستثنائية، ولكن الشيء المتناقض هو أننا حينما نفحص هذه الحقيقة نفسها بمزيد من الدقة سوف نجد أنها تعطي الإيحاء بأنه ما مـن قيمـة واحـدة أو نطـاق محـدود مـن القيم يمكـن الاعتماد عليه لتحديد نمو شركة معينة. وهكذا فإنه في بعض الأوقات قد تقوم السوق بتقييم مكون النمو برقم شديد الانخفاض .

وعودة إلى ما بدأت به من اختلاف بين عناصر المضاربة القديمة والجديدة في السهم العادي، فإنه يمكننا التمييز بينهما بكلمتين غريبتين وإن كانتا ملائمتين وهما النمو من الخارج والنمو من الباطن. دعني أشرح بإيجاز السهم العادي الخاضع للمضاربة في الماضي باعتباره مختلفًا عن السهم الاستثماري عن طريق بعض البيانات المتعلقة بشركة أمريكان كان وشركة بنسلفانيا ريلرود في الفترة ما بين عامي 1911 و 1913 (وتظهر هاتان الشركتان في كتاب "بنيامين جراهام" و "ديفيد إل. دود" Security Analysis (ماكجروهيل 1940 صفحة 32).

خلال تلك السنوات الثلاث كان نطاق سعر شركة "بنسلفانيا" يتراوح ما بين 53 -65 أو ما يزيد على متوسط الأرباح بما يتراوح ما بين 12.2 و15 مرة خلال تلك الفترة. ولقد حققت الشركة أرباحًا بصورة مطردة وكانت تدفع توزيعات ثابتة موثوقًا بها تصل إلى 3 دولارات، وكان المستثمرون واثقين بأنها كانت مدعومة بما يزيد على قيمتها الاسمية بـ 50 دولارًا في صورة أصول ملموسة. وعلى النقيض من ذلك، فإن سعر شركة "أمريكان كان" تراوح ما بين 9 و 47 نقطة في حين تراوحت الأرباح ما بين 7 سنتات و 8.86 دولار، أما نسبة السعر بالمقارنة بمتوسط أرباح ثلاث سنوات فقد تراوحت ما بين 1.9 مرة إلى 10 مرات ولم تقم بدفع أية توزيعات على الإطلاق، وكان المستثمرون يعلمون جيدًا أن القيمة الأسمية للسهم العادي التي تصل إلى 100 دولار لم تمثل شيئًا سوى عملية خفض لقيمة السهم "غير معلنة"، ما دامت قيمة السهم الممتاز تفوق قيمة

الأصول الملموسة المقابلة له. وهكذا فإن السهم العادي لشركة "أمريكان كان" كان إصدارًا نموذجيًا وقابلًا للمضاربة لأن "شركة أمريكان كان" كانت مشروعًا تم تكوين رأسماله بالمضاربة في صناعة تتسم بالتقلب والشك. وفي حقيقة الأمر، فإن مستقبل "أمريكان كان" كان أكثر إشراقًا من مستقبل شركة "بنسلفانيا ريلرود"على المدى البعيد، ولكن هذه الحقيقة لم تكن خافية على المستثمرين والمضاربين فحسب آنذاك، فحتى لو أنها وردت على أذهانهم لقام المستثمرون باستبعادها باعتبارها لا علاقة لها بالسياسات والبرامج الاستثمارية خلال الفترة ما بين عامي 1911 و1913.

والآن سوف نتعرض لتطور أهمية الاحتمالات طويلة الأجل لإقامة الاستثمارات عبر الزمن. وأود أن أستخدم كمثال على ذلك أكثر مشاريعنا الصناعية العملاقة شهرة، ألا وهي شركة "آي بي إم" أو "إنترناشيونال بيزنس ماشينز"، التي انضمت مؤخرًا إلى مجموعة صغيرة من الشركات التي يبلغ حجم مبيعاتها مليار دولار. واسمحوا لي بأن أضيف ملحوظتين من سيرتي الذاتية هنا لإضفاء لمسة شخصية على ما قد يبدو بدونها رحلة مع الأرقام الباردة؛ ففي عام 1921 تركت الجامعة لمدة فصل دراسي لتولي مهمة مشروع بحثي لشركة إكسبريس الأمريكية وكانت مهمتنا عبارة عن اكتشاف تأثير نظام ثوري جديد لحساب معدلات أسعار الشركة، ولقد استخدمنا الآلات التي كان يطلق عليها "آلات هولريث" التي كانت تؤجرها الشركة التي كانت تسمى آنذاك بـ "كمبيوتنج تابيوليتنج ريكوردنج "أو "سي تي

آر" كـان نشـاطها يتضـمن صـناعة آلات ثقـب الكـروت وأخـرى لتصـنيفها وأخـرى لتنظيـم الجـداول، وجميعهـا أدوات لـم تكـن معروفـة لرجـال الأعمـال تقريبًا آنـذاك، وكان استخدامها مقصورًا بصفة أساسية على "مكتب الإحصاء". لقد دخلت وول ستريت عام 1914 وفي العام الذي يليه تم إدراج سندات شركة سي تي آر وأسهمها العامة في بورصة نيويورك. حسنًا، لابد من القول بأنني مهتم اهتمامًا عاطفيًا بهذا المشروع إلى جانب أنني أعتبر نفسي خبيرًا تكنولوجيًا في منتجاتها على اعتبار أنني أحد رجال المال القليلين الذين رأوها واستعملوها. وفي أوائل عام 1916 توجهت لرئيس شركتي، الذي كان يعرف بالسيد "إيه إن" وأوضحت له إمكانات سهم "سي تي آر" وأن السهم حقق ربحًا يصل إلى 6.50 دولار عام 1915، وأن قيمته الدفترية التي تضمن بعض الأصول غير الملموسة وغير المنفصلة بلغت 130 دولارًا ؛ وأن الشركة بدأت في توزيع أرباح أسهم بلغت 3 دولارات، وإنني أرى أن منتجات الشركة وإمكاناتها ممتازة. فنظر إلى السيد "إيه إن" مشفقًا قائلًا: "بن عزيزي أرجو ألا تذكر هذه الشركة أمامي مرة أخرى، إنني لن أقربها أبدًا ولـو كـانت علـى بعد عشر خطوات (وهذا هو تعبيره المفضل)، إن سنداتها التي تقدر بـ 6 سنتات تباع بـ 80 نقطة ولا فائدة منها، فكيف إذن يكون لسهمها أية قيمة؟ فالجميع يعلم أنه ما من شيء يقف وراء السهم سوى المـاء". (يقصـد بـذلك التعبيـر فـي تلـك الأيـام: أقصـى درجـات الإدانـة، أي أن حسـاب الأصـول فـي الميزانيـة العموميــة ملفـق. إن العـديد مـن الشـركات الصـناعية وأبرزها الشركة الأمريكية للصلب على الرغم من قيمتها

الاسمية التي تبلغ 100 دولار لم تمثل أية قيمة على الإطلاق ويتم إخفاء ذلك في حساب ملفق مبالغ فيه. وما دام أنه "ما من شيء" يدعمه سوى القدرة على تحقيق الأرباح والاحتمالات المستقبلية، فما من مستثمر يحترم ذاته سوف يعيرها انتباهه).

فعدت من بعدها إلى مكاني خبير إحصائيات وشابًّا مهذبًا، فالسيد "إيه إن" لم يكن رجلًا ناجحًا وذا خبرة فحسب، بل أيضًا كان ماكرًا للغاية. لقد كنت معجبًا للغاية بهذه الإدانة الصارخة للشركة لدرجة أنني لم أشتر ولو سهمًا واحدًا من أسهمها في حياتي، ولا حتى بعد أن تغير اسمها وأصبح "آي بي إم" عام 1926.

والآن دعونا نلق نظرة على الشركة نفسها باسمها الجديد عام 1926، وهو عام شهدت فيه أسواق الأسهم ارتفاعًا شديدًا. ولقد أظهرت الشركة آنذاك لأول مرة بند الشهرة التجارية في ميزانيتها العمومية والذي بلغت قيمته الضخمة 13.6 مليون دولار. مما يثبت أن السيد "إيه إن" كان صائبًا في رأيه؛ فلم يكن هناك وراء كل دولار من حقوق المساهمين المزعومة ما يدعمه من السهم العادي في عام 1915 سوى الماء. ولكن منذ ذلك الحين حققت الشركة سجلًا يبعث على الإعجاب في ظل قيادة "تي. إل. واتسون"؛ فقد ارتفع صافي أرباحها من 691000 إلى 3.7 مليون دولار أي ما يعادل خمسة أمثال الربح السابق وهي نسبة تفوق أية نسبة أرباح أخرى كانت الشركة لتحققها خلال الأحد عشر عامًا التالية. ونجحت الشركة في توفير حقوق مساهمين جيدة وملموسة للسهم العادي، وقامت بتقسيمه من 3.6

إلـى 1 وبلـغ معدل توزيعاتـها إلـى 3 دولارات للسـهم الجديد بينما بلغت أرباحه 6.39 دولار. قد تظن بالطبع أن سوق أسهم عام 1926 كانت متحمسة للغاية لشركة تتمتع بمثل تاريخ النمو هذا ومركز تجاري قوي مثل ذلك، ولكن دعونا نَرَ، لقد تراوح نطاق السعر في ذلك العام بين انخفاض بلغ 31 نقطة وارتفاع بلغ 59 نقطة، وعند متوسط سعر يصل إلى 45 نقطة كان يباع بما يعـادل مضاعف الأرباح بسبع مرات وعند نفس عائد التوزيعات الذي بلغ 6.7 %، كما حدث عام 1915. وعند مستوى انخفاضه الذي يصل إلى 31 نقطة فإن السهم لم يتعـدَّ قيمتـه الـدفترية الملموسـة؛ ولـهذا تـم تسـعيره بصورة شديدة التحفظ عما كان عليه السعر قبل أحد عشر عامًا.

إن تلـك البيـانات توضـح كغيرها من البيـانات الأخـرى طغيـان وجهة النظر الاستثمارية القديمة حتـى قدوم سـنوات سوق المضاربة على الصعود في أثناء فتـرة العشرينيات. ويمكن تلخيص ما حدث منذ ذلك الحين عن طريق فواصل زمنية تبلغ مدتها عشر سنوات من تـاريخ "آي بـي إم"؛ ففـي عـام 1936 زاد صافي الربح ليصل إلى ضعف الأرقام التي تحققت عام 1926 وارتفع المضاعف المتوسط من 7 إلى 17.5. وخلال الفترة من عام 1936 وحتـى عام 1946 تضاعفت الأرباح مرتين ونصف، ولكن المضاعف المتوسط زاد حتى وصل إلى 32.5. وفي العام الماضي بعد أن تضاعف صافي الأرباح ارتفع المضاعف مجددًا إلى متوسط يبلغ 42، هذا إذا لم يتم احتساب حق المساهمين غير الموحد في الشركة

الأجنبية التابعة.

عندما نفحص أرقام الأسعار الحديثة بدقة سوف نجد بعض أوجه التشابه والتناقض مع الأرقام التي تحققت قبل أربعين عامًا مضت. إن الحسابات المبالغ فيها والملفقة التي كانت منتشرة في الميزانيات العمومية للشركات الصناعية، تم استخلاصها أولًا من خلال الكشف عنها، ثم من خلال عمليات الإلغاء فيما بعد. ولكن تمت إعادة هذه الأساليب بشكل مختلف في عملية التقييم التي تقوم بها السوق؛ وذلك بواسطة المستثمرين والمضاربين أنفسهم. وعندما يتم بيع سهم "آي بي إم" بما يعادل سبعة أمثال قيمتها الدفترية بدلًا مما يعادل سبعة أمثال أرباحها، فإن التأثير من الناحية العملية هو ذاته كأنه ليست لها قيمة دفترية على الإطلاق، أو أن نسبة القيمة الدفترية المنخفضة يمكن اعتبارها نوعًا من أنواع مكونات سعر السهم الممتاز المحدودة، أما الباقي فشأنه شأن نوع الالتزام نفسه الذي ارتبط به المضارب قديمًا عندما اشترى سهم شركة وول ورث أو الشركة الأمريكية للصلب لمجرد قدرتها على تحقيق الأرباح واحتمالات نموها المستقبلية.

ومما هو جدير بالذكر خلال الثلاثين عامًا التي شهدت تحول شركة آي بي إم من ارتفاع قيمتها من سبعة أمثال الأرباح إلى ما يفوق تلك الأرباح بأربعين مرة، فإن العديد من خصائص المضاربة الذاتية لشركاتنا الصناعية تميل إلى الاختفاء أو التلاشي إلى حد كبير، فمراكزها المالية راسخة بينما هياكلها الرأسمالية تتسم بالتحفظ: وتتم إدارتها بشكل أكثر جودة وأمانة عن ذي قبل.

وفضلًا عن ذلك، فإن شروط الكشف التام قد أزالت واحدًا من أكثر عناصر المضاربة أهمية منذ عدة سنوات مضت التي كان مصدرها الجهل والغموض.

استطراد آخر من جهتي: خلال سنواتي الأولى في وول ستريت كان أحد أكثر الأسهم المفضلة غموضًا هو سهم شركة كوسنوليداتيد جاز أوف نيويورك التي يطلق عليها الآن اسم "كونسوليداتيد إديسون. لقد كانت الشركة تمتلك شركة "نيويورك إديسون" الرابحة ضمن فروعها ولكنها كانت تسجل التوزيعات التي يتم الحصول عليها من هذا المصدر فقط وليس أرباحها الكاملة. إن أرباح شركة "إديسون" غير المسجلة شكلت مصدرًا للغموض "والقيمة المخفاة"، ولدهشتي اكتشفت أن هذه الأرقام التي تكتموا بشأنها كانت ضمن ملف يقدم كل عام إلى "لجنة الخدمة العامة" التابعة للولاية. وهكذا كان من السهل الاستعانة بتلك السجلات لتقديم الأرباح الحقيقية لشركة كونسوليداتيد جاز في مقال بمجلة. (ولكن إضافة تلك الأرقام لم تحظ بالاهتمام) فقد أخبرني أحد أصدقائي بقوله:" "بن"، قد تظن نفسك بارعًا لتقديمك تلك الأرقام الناقصة، ولكن وول ستريت لن يحمد لك ذلك؛ فلقد كانت شركة كونسوليداتيد جاز قبل تبديدك لما يكتنفها من غموض أكثر إثارة وقيمة. إنكم يا معشر الشباب تدسون أنوفكم في كل شيء، وهو ما سيسفر في النهاية عن تدمير وول ستريت".

ومما لا شك فيه أن الكلمات الثلاث وهي: الغموض والتلاعب والهوامش (الضيقة) التي وفرت الوقود اللازم لاشعال نيران المضاربة قد تلاشت الآن. ولكننا معشر

محللي الأوراق المالية قمنا بأنفسنا بوضع أساليب تقييم تنطوي على قدر كبير من المضاربة؛ بحيث تجعلها تحتل بجدارة مكانة عوامل المضاربة القديمة. ألا نملك نحن أيضًا كلماتنا الثلاث الخاصة بنا في الوقت الحالي وهي: شركة مينيسوتا ماينينج آند مانيفاكتورينج للتعدين والتصنيع أو "إم إم آند إم" ألا يجسد هذا السهم العادي تمامًا نمط المضاربة الجديد كنقيض لنمط المضاربة القديم؟ فعندما بيع السهم العادي للشركة في العام الماضي بـ 101 نقطة، كان تقييم السوق له يفوق أرباح عام 1956 بـ 44 مرة، وهو ما لم يعكس أية زيادة تذكر في عام 1957. ولقد بلغت قيمة المشروع نفسه 1.7 مليار دولار كان صافي أصولها يغطي 200 مليون دولار منها، بينما مثَّل مبلغ مليار ونصف تقدير السوق "لشهرتها التجارية". وفي حقيقة الأمر فإننا لا ندري شيئًا عن الطريقة المتبعة للوصول إلى ذلك التقييم للشهرة التجارية، ولكن كل ما نعلمه هو أن السوق قامت بعدها ببضعة أشهر قليلة بخفض هذا التقييم بما تبلغ قيمته 450 مليون دولار، أي ما يعادل 30% تقريبًا. ومن الواضح أنه يستحيل أن نحسب بدقة هذا المكون غير الملموس الخاص بشركة رائعة كهذه. ولقد أصبح الأمر مثل نوع من أنواع القوانين الرياضية؛ فكلما زادت أهمية الشهرة التجارية أو عامل القدرة على تحقيق الأرباح المستقبلية يزيد جانب المضاربة في السهم العادي.

وقد يكون من الأفضل التعرف على اختلاف حيوي في تقييم هذه العوامل غير الملموسة عندما نقارن الماضي

بالحاضر؛ فمنذ جيل مضى أو أكثر كانت القاعدة القياسية، المعترف بها في متوسط أسعار الأسهم أو في التقييمات الرسمية أو القانونية، هي أن الأصول غير الملموسة يتم تقييمها طبقًا لأسس أشد تحفظًا عن الأصول الملموسة. قد يكون المطلوب من الشركة الصناعية الجيدة تحقيق أرباح تتراوح ما بين 6% و8% على أصولها الملموسة، والتي تمثلها السندات والأسهم الممتازة بصورة تقليدية، ولكن أرباحها الإضافية أو الأصول غير الملموسة التي تنشأ عنها يتم تقييمها على أساس 15% (وسوف تجد تلك النسب التقريبية في الطرح المبدئي العام للأسهم العادية والممتازة لشركة وول ورث في عام 1911 وفي العديد من الأسهم الأخرى) ولكن ماذا حدث منذ عام 1920؟ في واقع الأمر يمكن رؤية النقيض التام لتلك العلاقات؛ حيث يتحتم على الشركة تحقيق أرباح تصل إلى 10% على حقوق المساهمين لكي يتم بيعها في السوق بقيمتها الدفترية الكاملة. ولكن يتم تقييم أرباحها الإضافية التي تربو على 10% على رأس المال بصورة أكثر ليبرالية أو بمضاعف أعلى من الأرباح الأساسية المطلوبة لدعم القيمة الدفترية في السوق. وهكذا فإن شركة تحقق أرباحًا تصل إلى 15% على حق المساهمين يتم بيع أسهمها بما يفوق أرباحها بـ 13.5 مرة أو ضعف صافي أصولها؛ مما يعني أن أول 10% من الأرباح التي تتحقق على رأس المال يتم تقييمها بما يعادل 10 أمثال قيمتها، ولكن نسبة الـ 5% التالية، أو ما كان يطلق عليه "المبلغ الإضافي" يتم تقييمها بما يعادل عشرين مرة.

والآن هناك سبب منطقي لهذا الاتجاه العكسي في عملية التقييم والذي يرتبط بالتركيز الذي زاد مؤخرًا على توقعات النمو. إن الشركات التي تحقق عائدًا مرتفعًا على رأس المال يتم تقييمها بشكل ليبرالي، ليس فقط بسبب ربحيتها الجيدة نفسها والاستقرار النسبي الذي يصاحبها، ولكن لأن الأرباح الرأسمالية المرتفعة عادة ما يصاحبها سجل جيد واحتمالات نمو جيدة. وهكذا فإن ما يدُفَع مقابله حاليًا في حالة الشركات مرتفعة الربحية ليس الشهرة التجارية بمعناها القديم والمحدود لاسم قوي ومشروع ناجح ومربح، ولكن التوقعات الفائقة بتحقيق أرباح متزايدة في المستقبل.

وهو ما يقودنا إلى سمة أو سمتين رياضيتين إضافيتين للاتجاه الجديد نحو تقييمات السهم العادي، وهو ما سأتناوله في صورة اقتراحات موجزة. إذا ما كان مضاعف الأرباح كما تشير العديد من الاختبارات يميل إلى الزيادة مع تزايد الربحية أي مع زيادة معدل عائد القيمة الدفترية، فعندئذ تكون العواقب الرياضية لهذه السمة هي ميل القيمة للزيادة بشكل مباشر كمربع لقيمة الأرباح ولكن على عكس القيمة الدفترية. وهكذا أصبحت الأصول الملموسة فعليًا بمثابة عائق أمام القيمة السوقية المتوسطة وليست مصدرًا لها. ولنضرب مثلًا عاديًا بعيدًا عن التطرف والشطط. إذا كانت الشركة (أ) تربح 4 دولارات للسهم على قيمة دفترية تبلغ 20 دولارًا، وبينما تربح الشركة (ب) ربحًا يصل إلى 4 دولارات للسهم على قيمة دفترية تبلغ 100 دولار فإن سهم الشركة (أ) سوف يُباع بمضاعف مرتفع بالتأكيد،

وبالتالي سوف يباع السهم بسعر أعلى من سعر سهم الشركة (ب) فلنقل مثلًا إن سعر سهم الشركة (أ) يصل إلى 60 دولارًا في حين أن سعر السهم الآخر (ب) يصل إلى 35 دولارًا؛ لذلك فإننا نكون على قدر كبير من الدقة عندما نقول إن قيمة الأصول الكبرى للسهم التي تصل إلى 80 دولارًا للشركة (ب) مسئولة عن السعر السوقي المنخفض للسهم والذي يصل إلى 25 دولارًا طالما أنه من المفترض أن تكون ربحية السهم مساوية له.

ولكن الأهم مما سبق هو العلاقة العامة بين الرياضيات والأسلوب الجديد المتبع إزاء قيم الأسهم. وفي ظل وجود المكونات الثلاثة التالية: (أ) الافتراضات المتفائلة فيما يتعلق بمعدل نمو الأرباح (ب) التوقع طويل الأمد لهذا النمو في المستقبل. (جـ) الأعاجيب التي تصنعها الفائدة المركبة؛ فإن محلل الأوراق المالية لديه نوع من أنواع البلورات السحرية التي يمكنها أن تجلب أو أن تبرر أي تقييم لـ "سهم جيد" حقًا. ولقد علقت في مقال نُشِر مؤخرًا في جريدة Analysts' Journal عن موضة استخدام الرياضيات العليا في أسواق المضاربة على الصعود، ولقد اقتبست اكتشاف "ديفيد ديوراند" للتشابه المدهش بين حسابات القيمة لأسهم النمو وتناقض "بيترسبرج" الشهير الذي كان بمثابة تحدٍّ لعلماء الرياضيات لأكثر من مائتي عام ومصدر لحيرتهم. إن النقطة التي أود إيضاحها هنا هي وجود تناقض خاص في العلاقة القائمة بين الرياضيات والمواقف الاستثمارية إزاء الأسهم العادية ألا وهو: الرياضيات تحقق نتائج دقيقة وموثوقًا بها، ولكن في سوق الأسهم

كلما كانت الرياضيات متقنة وعميقة، كانت النتائج التي نستخلصها منها غير مؤكدة، وتنطوي على المضاربة. وخلال سنوات الخبرة والدراسة بـ وول ستريت التي تمتد إلى أربعين عامًا لم أرَ حسابات يعتمد عليها لقيم الأسهم العادية أو السياسات الاستثمارية المرتبطة بها تعدت الحسابات البسيطة أو أبسط أشكال الجبر فعندما يدخل حساب التفاضل أو الرياضة العليا من الباب تخرج إشارة التحذير من الشباك لتوضح أن مستخدم هذه الرياضيات يحاول استبدال الخبرة بالنظرية؛ مما يضفي على المضاربة مظهر الاستثمار المخادع.

إن أفكار استثمار الأسهم العادية القديمة قد تبدو ساذجة لمحلل الأوراق المالية المحنك في الوقت الحالي. لقد كان التركيز الأكبر دائمًا منصبًّا على المظاهر الدفاعية للشركة أو الإصدار، أي تأمين مواصلة الشركة لدفع التوزيعات خلال الأوقات الصعبة بدون تخفيضها. وهكذا فإن شركات السكك الحديدية التي مثلت البديهيات الاستثمارية القياسية منذ خمسين عامًا مضت وضعت في سلة واحدة مع أسهم شركات المرافق العامة خلال السنوات الأخيرة. فإذا كان السجل السابق بمثابة دليل على الاستقرار فهكذا يستوفي السهم الشرط الأساسي المطلوب، ولا يتم بذل مجهود كبير في توقع التغيرات المعاكسة الأساسية التي قد يحملها المستقبل في جعبته. ولكن على النقيض من ذلك، فإن المستثمرين المحنكين يعتبرون الإمكانات المستقبلية الإيجابية بمثابة شيء يبحثون عنه وليس شيئًا يدفعون في مقابله المال.

وفي الحقيقة، كان هذا يعني أن المستثمر لم يكن مضطرًّا لدفع أي شيء مقابل الإمكانات الفائقة طويلة المدى؛ فهو يحصل عليها بدون أية تكلفة إضافية حقيقية، وذلك كمكافأة له على ذكائه الفائق وحكمته في اختيار الشركات الممتازة وليس الجيدة فحسب. وبالنسبة للأسهم العادية التي تتمتع بالقوة المالية نفسها وسجل الأرباح السابقة واستقرار التوزيعات، فتباع كلها بقيمة عائد التوزيعات نفسها تقريبًا.

مما لا شك فيه أن هذه وجهة نظر قاصرة للغاية، ولكن توافرت فيها ميزة رائعة تمثلت في جعل استثمار الأسهم العادية في الماضي ليس بسيطًا فحسب، وإنما قويًّا بصفة أساسية وشديد الربحية. دعوني أرجع للمرة الأخيرة لملحوظة شخصية أخرى، ففي عام 1920 تقريبًا قامت شركتنا بتوزيع سلسلة من الكتيبات الصغيرة بعنوان "دروس للمستثمرين" وبالطبع كان الأمر يتطلب محللًا متهورًا في منتصف العشرينات من عمره مثلي لكي يضع عنوانًا جريئًا ينم عن الاعتداد بالنفس كهذا. ولكن في إحدى الصفحات دَوَّنت الملحوظة التالية: "إذا كان السهم العادي يمثل استثمارًا جيدًا فإنه يصلح كمضاربة جيدة أيضًا"؛ ففي رأيي أنه إذا كان السهم العادي قويًّا للغاية لدرجة أنه لا ينطوي إلا على قدر بسيط من مخاطرة التعرض للخسارة فإنه ينبغي أن يكون جيدًا للغاية بحيث يمتلك فرصًا ممتازة لتحقيق أرباح مستقبلية. ولقد كان ذلك اكتشافًا حقيقيًّا، وقيِّمًا أيضًا، ولكنه كان حقيقيًّا فقط لأنه ما من أحد أعاره أي انتباه. ولكن بعد بضع سنوات، عندما انتبه عامة

المستثمرين إلى المزايا التاريخية للأسهم العادية كاستثمارات طويلة الأجل سرعان ما تلاشت تلك المزايا؛ لأن حماسهم خلق مستويات سعرية جردتها من هامش الأمان الذي كان متوافرًا فيها مما أبعدها عن فئة الاستثمار. ثم بالطبع تأرجح البندول إلى أقصى الجهة المقابلة من جديد وسرعان ما رأينا واحدة من أكثر السلطات احترامًا تعلن في عام (1931) أنه ما من سهم عادي يمكن أن يشكل استثمارًا.

وعندما ننظر إلى هذه التجربة طويلة المدى في إطارها الصحيح، فإننا سوف نكتشف مجموعة من التناقضات في الموقف المتغير للمستثمر إزاء الأرباح الرأسمالية كنقيض للدخل. من البديهي أن تقول إن مستثمر السهم العادي قديمًا لم يكن يعير اهتمامًا كبيرًا للأرباح الرأسمالية؛ فلقد كان يشتريها لما يتوافر فيها من أمان وبغية الحصول على الدخل، وترك المضارب يهتم بتقييم الأسعار. أما اليوم فمن المحتمل أن نقول إنه كلما ازداد المستثمر خبرة وفطنة، قل اهتمامه بعوائد التوزيعات وتركز كل انتباهه على عملية التقييم طويلة الأجل. ولكن على النقيض من ذلك، قد يقول أحدهم إن المستثمر قديمًا لم يكن يركز بالتحديد على التقييم الرأسمالي المستقبلي لأنه كان يؤكد لنفسه أنه سوف يحصل عليه على الأقل في مجال الأسهم الصناعية. ولكن على النقيض من ذلك، فإن مستثمر الوقت الحالي يولي جل اهتمامه لتوقع المستقبل لدرجة أنه يدفع مبلغًا كبيرًا مقابل ذلك مسبقًا. وهكذا فإن ما تنبأ به بناءً على ما قام به من دراسة واهتمام كبير قد يحدث، ومع

هذا قد لا يجلب له أي أرباح. وإذا لم تتحقق تلك التوقعات بالدرجة التي يرغب فيها المستثمر، فإنه لا يواجه خسارة فادحة بشكل مؤقت فقط، بل قد تكون خسارة دائمة.

ولكن أي دروس تلك؟ إنني أستخدم هنا عنوان الكتيب الطنان الذي صدر عام 1920 مرة أخرى التي يمكن أن يستفيد بها محلل عام 1958 من خلال الربط بين الماضي والمواقف الحالية. إن المرء ليميل إلى القول إنه لن يستفيد كثيرًا من ذلك. إننا نستطيع أن نستعيد ذكريات الأيام الخوالي عندما كنا ندفع مقابل الحاضر فقط ونحصل على المستقبل بدون مقابل. وهكذا نومئ برءوسنا وقد ملأتنا الحسرة قائلين: "لقد ولت تلك الأيام دون رجعة". ألم يتناول المستثمرون والمحللون الماليون من شجرة المعرفة ثمار الاحتمالات الجيدة والسيئة على حد سواء؟ ألم تؤد بهم فعلتهم هذه إلى الخروج من النعيم؛ حيث كان من الممكن قطف ثمار الأسهم العادية الواعدة بأسعار معقولة؟ هل حكم علينا القدر أن نظل نواجه دائمًا مخاطرة دفع أسعار باهظة بصورة غير معقولة مقابل الجودة المرتفعة والاحتمالات الجيدة أو الحصول على جودة منخفضة واحتمالات ضعيفة عندما ندفع ما يبدو بمثابة ثمن معقول؟

من المؤكد أن الأمر يبدو هكذا، ومع هذا لا يستطيع المرء أن يكون متأكدًا من هذه الورطة التي تبعث على التشاؤم. لقد قمت مؤخرًا بقليل من البحث في التاريخ الطويل لهذا المشروع العملاق جنرال إليكتريك بعدما جذب انتباهي الرسم البياني المدهش لتسعة وخمسين

عـامًا مـن الأربـاح والتوزيعات التـي ظهرت فـي تقرير الشركة الذي نشر مؤخرًا عام 1957. إن تلك الأرقام لا تخلو من المفاجأة بالنسبة للمحلل المطلع؛ فهي تظهر أنه قبل عام 1947 كان نمو جنرال إليكتريك متواضعًا وغير منتظم، وكانت أرباح عام 1946 لكل سهم معدل أعلى من مستوى عام 1902-52 بـ 30 بالمائة 52 سنتًا مقابل 40 سنتًا ولم يحدث في أي عام خلال تلك الفترة أن تضاعفت أرباح عام 1902. ومع ذلك فقد ارتفعت نسبة السعر إلى الأرباح من تسع مرات عامي 1910 و 1916 إلى 29 مرة في عام 1936 ومرة أخرى عام 1946. وقد يقول أحدهم بالطبع إن مضاعف عام 1946 قد أظهر علـى الأقـل البصـيرة التـي يتسـم بـها المسـتثمرون المحنكون. أما نحن معشر المحللين فقد كنا قادرين على التنبؤ آنذاك بالفترة الرائعة للنمو التي كانت تلوح في الأفق خلال العقد القادم. قد يكون الأمر كذلك، ولكن قد يتذكر البعض أنه في العام التالي عام 1947 الذي شهد ارتفاعًا يثير الإعجاب في نسبة ربحية سهم "جنرال إليكتريك"- اتسم أيضًا بانخفاض غير عادي في نسبة السعر إلى الأرباح. وعند مستوى انخفاض 32 نقطة (أي قبل تقسيم 3 إلى 1) تم بيع سهم "جنرال إليكتريك" مرة أخرى بما يعادل الأرباح الحالية بتسع مرات فقط، وكان متوسط السعر في ذلك العام يصل إلى ما يعادل الأرباح بعشـر مـرات. ومما لا شـك فيـه أن بلورتنا المسحورة غشتها الغيوم خلال شهرين بعد ذلك.

إن هذا الانقلاب العكسي حدث منذ أحد عشر عامًا فقط. ولم يكن لديَّ أدنى شك فيما يتعلق باعتماد المحللين

التام على الاعتقاد الشائع بأن الشركات البارزة والواعدة سوف تباع دائمًا بنسبة سعر إلى الأرباح مرتفعة، وهذه حقيقة أساسية من حقائق الحياة بالنسبة للمستثمرين الذين يقبلونها ويفضلونها. وليست لديَّ أية رغبة في أن أبدو فيما يتعلق بهذه النقطة ميالًا للحكم على الأشياء دون بينة أو دليل، وكل ما يسعني قوله أن الأمر لم يحسم بعد بيني وبين نفسي، وعلى كل واحد منكم أن يحسمه مع نفسه.

ولكن في ملاحظاتي الختامية أستطيع أن أذكر شيئًا محددًا حول هيكل السوق فيما يتعلق بالأنواع المختلفة من الأسهم العادية والاستثمار فيها وما تتسم به من خصائص مضاربة. وفيما مضى كانت السمات الاستثمارية للسهم العادي تشبه - أو تتناسب مع - السمات الخاصة بالمشروع ذاته التي تقاس بتصنيفه الائتماني. وكلما انخفض عائد سنداته أو أسهمه الممتازة، زادت احتمالات استيفاء السهم العادي معايير الاستثمار المرضي، وقل عنصر المخاطرة أو المضاربة في شرائه. ويمكن توضيح العلاقة القائمة بين تصنيف السهم القابل للمضاربة والتصنيف الائتماني للشركة من خلال الرسم البياني، وذلك في صورة خط تنازلي مباشر يتجه من اليسار إلى اليمين. أما اليوم فإنني أستطيع أن أصف هذا الخط بأنه أشبه بحرف [U] ففي اليسار، حيث توجد الشركة نفسها القابلة للمضاربة يكون تصنيفها منخفضًا، وبالتالي يكون السهم العادي شديد المضاربة كما كان دائمًا في الماضي. وفي أقصى اليمين، حيث تتمتع الشركة بأعلى تصنيف ائتماني لأن سجلها

السابق واحتمالات نموها المستقبلية تثير الإعجاب، فإننا نجد سوق الأسهم تميل دائمًا بصورة أو بأخرى إلى إدخال عنصر شديد المضاربة على الأسهم العادية من خلال أساليب بسيطة مثل وضع سعر مرتفع للغاية بحيث يحمل في طياته درجة معقولة من المخاطرة.

وعند هذه النقطة لا أستطيع أن أمنع نفسي من الإشارة إلى مقولة على موضوعنا بشكل يبعث على الدهشة، وإن كانت مبالغًا فيها، والتي وجدتها في إحدى القصائد الغنائية لـ "شكسبير "جاء فيها:

كم من سكان وقعت عليهم عيناي يخسرون الكثير عن طيب خاطر بسبب ما دفعوه من إيجار مبالغ فيه!

أما بالنسبة للرسم البياني الخيالي الذي ذكرته، فإنه سوف يكون بمثابة المنطقة المركزية التي يصل عندها عنصر المضاربة في عمليات شراء الأسهم العادية إلى أدنى مستوياته. وفي هذه المنطقة يمكننا العثور على العديد من الشركات القوية والراسخة التي لها سجل في تحقيق نمو سابق تناسب مع الاقتصاد الوطني، وتتمتع بإمكانات مستقبلية تتوافر فيها هذه السمة نفسها. إن مثل هذه الأسهم العادية يمكن شراؤها في أغلب الأوقات فيما عدا في أثناء المراحل المرتفعة من سوق المضاربة على الصعود وبأسعار معتدلة تتناسب مع قيمها الحقيقية المعلنة. وفي حقيقة الأمر، فبسبب الاتجاه الحالي للمستثمرين والمضاربين على حد سواء نحو التركيز على الإصدارات الأشد بريقًا تجدر الإشارة إلى أن هذه الأسهم المتوسطة المكانة تُباع بصفة عامة

بقيمة أقل من قيمها المحددة بصورة مستقلة، وهكذا يتوافر فيها عامل هامش أمان بسبب ميول السوق وانحيازاته التي تنزع نحو تدمير هامش الأمان في الإصدارات الواعدة. وفضلًا عن ذلك، فإنه وسط هذا الكم الهائل من الشركات هناك مجال واسع للقيام بتحليلات عميقة للسجل السابق وللاختيار المتنوع فيما يتعلق بالاحتمالات المستقبلية التي يمكن أن يضاف إليها ضمان أكبر للأمان يوفره التنوع.

عندما أصر "باثيون" على قيادة مركب الشمس، أعطاه والده، السائق المخضرم، نصيحة أخفق "باثيون" المبتدئ في اتباعها وهو الأمر الذي دفع ثمنه بعد ذلك. ولقد لخص "أوفيد" نصيحة "فوبيس أبوللو" في ثلاث كلمات:

"خير الأمور الوسط"

أعتقد أن هذا المبدأ يصلح للمستثمرين ومستشاريهم من محللي الأوراق المالية.

5. دراسة حالة: شركة إيتنا ماينتينانس

إن الجزء الأول من هذه الدراسة تم نقله من طبعة عام 1965 بعنوان: "مثال مريع". أما الجزء الثاني فيلخص التحولات التي شهدتها الشركة فيما بعد.

ونحن نعتقد أنه قد يكون من المفيد بالنسبة للموقف المستقبلي للقراء تجاه عمليات طرح الأسهم العادية الجديدة إذا ما استشهدنا "بمثال مريع" هنا وأوردناه بشيء من التفصيل. لقد أخذنا هذا المثال من الصفحة

الأولى من دليل أسهم مؤشر ستاندرد آند بورز، وهو مثال يوضح بأسلوب صارخ الضعف الواضح الذي اتسمت به عمليات الطرح التي تمت ما بين عام 1960 وعام 1962: المغالاة المفرطة في التقييم الذي منحتها إياها السوق، وما تلا ذلك من انهيار.

في نوفمبر عام 1961، تم بيع 154 ألف سهم من الأسهم العادية لشركة إيتنا ماينتينانس للجماهير بتسعة دولارات، وسرعان ما ارتفع السعر خمسة عشر دولارًا، وقبل عملية التمويل كانت قيمة صافي الأصول للسهم تبلغ 1.20 دولار تقريبًا، ولكنها ارتفعت ارتفاعًا طفيفًا بعد ذلك لتصل إلى ما يزيد على 3 دولارات للسهم عن طريق المال الذي تم الحصول عليه من مقابل الأسهم الجديدة.

كانت المبيعات والأرباح قبل عملية التمويل كما يلي:

العام المنهي	المبيعات	صافي الأصول للسهم العادي	ربحية السهم
يونيو 1961	$ 3615000	$ 187000	$ 0.69
(يونيو عام 1960)	(1527000)	(25000)	(0.9)
ديسمبر عام 1959	2215000	48000	0.17
ديسمبر عام 1958	1389000	16000	0.06
ديسمبر عام 1957	1083000	21000	0.07
ديسمبر عام 1956	1003000	2000	0.01

لمدة ستة أشهر

الأرقام المناظرة بعد التمويل كانت كالتالي:

يونيو 1963	$ 4681000	$ 42000 (عجز)	$ 0.11 (عجز)
يونيو 1962	4234000	149000	0.36

وفي عام 1962 هبط السعر، إلى 2.666 ، وفي عام 1964 تم بيع السهم بقيمة منخفضة تصل إلى 0.875 ، ولم يتم دفع أية توزيعات خلال تلك الفترة.

تعليق: كان النشاط محدودًا للغاية بالنسبة لمشاركة الجماهير. تم بيع السهم وتم شراؤه بناءً على عام واحد جيد ؛ فلقد كانت النتائج تدعو للسخرية فيما مضى. ولم يكن هناك في طبيعة هذا النشاط الذي يتسم بالقدرة على المنافسة الشديدة ما يضمن تحقيق الاستقرار في المستقبل، وعند بلوغ السهم لسعر مرتفع بعد إصداره بفترة وجيزة كان الجماهير الغافلون يدفعون المزيد مقابل الربح الذي يحققه كل دولار وقيمة أصوله أكثر مما يدفعونه مقابل شركاتنا الكبرى والقوية. لا شك أن هذا المثال يعد متطرفًا، ولكنه ليس فريدًا؛ فأمثلة عمليات المغالاة في التقييم التي لا مبرر لها تصل إلى المئات.

النتائج التي ترتبت على ما حدث في الفترة ما بين عام 1965 وعام 1970.

في عام 1965 بدأت الفوائد الجديدة بالتدفق على الشركة؛ فقد تم بيع شركة صيانة المباني غير المربحة وشرعت الشركة في ممارسة نشاط مختلف تمامًا وهو: تصنيع الأجهزة الإلكترونية. وتم تغيير الاسم إلى هايدون سويتش آند أنسترومنت، ولكن لم تكن نتائج الأرباح تبعث على الإعجاب؛ ففي خلال السنوات الخمس ما بين عام 1965 وعام 1969 أظهر المشروع أرباحًا متوسطة تبلغ 8 سنتات "للسهم القديم". في حين

تم تحقيق أرباح بلغت 34 سنتًا في أفضل عام، وهو عام 1967. ومع هذا، وتطبيقًا للأسلوب الحديث، قامت الشركة بتقسيم كل سهم إلى سهمين في عام 1968، وفي الوقت نفسه اتخذ السعر نمط أسعار وول ستريت بحق؛ فقد ارتفع من 0.875 في عام 1964 إلى ما يعادل 16.5 في عام 1968 (بعد التقسيم). وهكذا ارتفع السعر إلى ما يزيد على السجل الذي تم تحديده إبان الأيام التي شهدت ارتفاع موجة الحماسة عام 1961. ولكن هذه المرة كانت عملية الإفراط في التقييم أشد سوءًا من ذي قبل. والآن أصبح السهم يباع بما يعادل أرباح العام الجديد بـ 52 مرة، وما يعادل متوسط أرباحها بـ 200 مرة. ولقد سجلت الشركة أيضًا عجزًا في العام نفسه الذي وصل فيه السعر إلى ارتفاعه الجديد، ولكن في العام التالي، عام 1969، هبط عرض السعر إلى دولار واحد.

أسئلة: هل الحمقى الذين دفعوا ما يزيد على 8 دولارات مقابل ذلك السهم في عام 1968 يعرفون أي شيء عن التاريخ السابق للشركة، أو سجل أرباحها طوال خمس سنوات، أو قيمة أصولها (المحدودة للغاية؟) هل كانت لديهم أية فكرة عن مقدار ما يحصلون عليه أو قلة ما يحصلون عليه مقابل أموالهم؟ هل كانوا يعبأون بما يحدث؟ هل يتحمل أحد في وول ستريت أية مسئولية على الإطلاق عن المضاربة في هذا الوعاء الاستثماري بصورة منتظمة وعلى هذا النحو الذي يتسم بالجنون المطبق الذي يبعث على الدهشة، والذي يسفر عنه كوارث لا محيص من وقوعها؟

6. المحاسبة الضريبية لقيام شركة إن في إف بالاستحواذ على أسهم شركة شارون ستيل

1. قامت شركة "إن في إف" بالاستحواذ على 88% من أسهم شركة "شارون" في عام 1969 دفعت مقابل كل سهم منها 70 دولارًا بـ 5 % من سندات الشركة، أي "إن في إف" ذاتها التي تستحق عام 1994 وبصكوك لشراء 1.5من أسهم "إن في إف "بما يعادل 22 دولارًا للسهم. إن القيمة السوقية المبدئية للسندات يبدو أنها كانت تبلغ 43% من القيمة الاسمية في الوقت الذي بلغ فيه عرض سعر الصكوك 10 دولارات لكل سهم من أسهم شركة "إن في إف"تغطيها تلك الصكوك. وكان معنى ذلك أن حملة أسهم شركة "شارون" حصلوا على سندات تبلغ قيمتها ثلاثين دولارًا، وصكوك تبلغ قيمتها 15 دولارًا لكل سهم يتم تحويله بإجمالي يبلغ 45 دولارًا للسهم. (كان ذلك هو متوسط سعر شركة شارون تقريبًا عام 1968 وسعر إغلاقها أيضًا ذلك العام). ولقد بلغت القيمة الدفترية لسهم شركة "شارون"60 دولارًا للسهم. ولقد بلغ الفرق بين هذه القيمة الدفترية والقيمة السوقية لسهم "شارون" ما يقرب من 21 مليون دولار على الأسهم التي يتم الاستحواذ عليها والتي تبلغ 1415000 سهم.

2 . كان الهدف من المعاملة المحاسبية هو تحقيق ثلاثة أهداف: (أ) معاملة إصدار السندات كأنها تعادل "خصم" 43 نقطة؛ مما يمنح الشركة خصمًا سنويًا من الدخل مقابل إضفاء خصم السند الهائل الذي يصل إلى 54

مليون دولار (وفي حقيقة الأمر، فإن الشركة سوف تحسب لنفسها فائدة سنوية تصل إلى 10% على "متحصلات" إصدار سند الدين الذي تبلغ قيمته 99 مليون دولار". (ب) تعويض رسم خصم السند "بربح" يعادله تقريبًا يتكون من ائتمان للدخل يبلغ عُشر الفرق بين سعر تكلفة سهم "شارون" الذي يبلغ 45 نقطة وقيمته الدفترية التي تصل إلى 60 نقطة (ويتماشى ذلك، ولكن بأسلوب عكسي، مع حساب الدخل كل عام من خلال جزء من السعر المدفوع مقابل عمليات الاستحواذ التي تزيد على القيمة الدفترية للأصول التي تم الاستحواذ عليها).(جـ) ويكمن مصدر جاذبية هذا الإجراء في أن الشركة تستطيع ادخار 900 ألف دولار مبدئيًّا كل عام، أو دولار واحد للسهم، في صورة ضرائب الدخل عن طريق هذين القيدين السنويين؛ وذلك لأن إضفاء خصم السند يمكن استقطاعه من الدخل الخاضع للضريبة، أما إضفاء "زيادة قيمة السهم على التكلفة" فلا يتم إدراجها ضمن الدخل الخاضع للضريبة.

3. تنعكس هذه المعاملة المحاسبية في كُلٍّ من حساب الدخل الموحد والميزانية العمومية لشركة "إن في إف" لعام 1969، والميزانية الصورية لعام 1968. وبما أن جزءًا كبيرًا من تكلفة سهم "شارون" كأنه قد تم شراؤه بوساطة الصكوك، كان من الضروري إظهار القيمة السوقية المبدئية له كجزء من قيمة رسملة السهم العادي. وهكذا فإنه في هذه الحالة، والتي لم نرَ لها مثيلًا، تم تحديد قيمة ضخمة لتلك الصكوك في الميزانية العمومية تقدر بـ 22 مليون دولار، أو ما يزيد

على ذلك (فقط من أجل المزيد من الشرح).

7. شركات التكنولوجيا كاستثمار

في منتصف عام 1971 تم إدراج ما يقرب من مائتي شركة في خدمات ستاندرد آند بورز تبدأ بأسماء مثل: كمبيو، داتا، إلكترو، ساين، تكنو، وكان نصف تلك الشركات ينتمي إلى جزء من أجزاء صناعة الكمبيوتر. وكان يتم تداول جميع تلك الشركات في السوق أو كانت تتقدم بطلبات لبيع أسهمها للعامة.

ولقد كان إجمالي عدد تلك الشركات التي ظهرت في دليل أسهم إس آند بي لفترة سبتمبر عام 1971 ستًّا وأربعين شركة، ولقد بلغ عدد الشركات التي سجلت حدوث عجز ستًّا وعشرين شركة، ست شركات منها فقط حققت ربحًا يزيد على دولار للسهم، في حين خمس منها فقط تدفع توزيعات.

وفي دليل الأسهم لشهر ديسمبر عام 1968 ظهرت خمس وأربعون شركة بأسماء تكنولوجية مماثلة. وإذا ما تتبعنا نتيجة هذه القائمة، كما جاء في الدليل لشهر سبتمبر عام 1971، فسنجد التطورات التالية:

إجمالي الشركات	ارتفاع السعر	انخفاض السعر إلى أقل من النصف	انخفاض السعر لما يزيد على النصف	الاستبعاد من المؤشر
45	2	8	23	12

التعليق: من المؤكد أن العديد من شركات التكنولوجيا التي لم يتم إدراجها في الدليل لعام 1968 كان سجلها اللاحق دون مستوى الشركات التي أدرجت في الدليل؛ وكذلك الاثنتا عشرة شركة التي تم استبعادها كان

أداؤها أسوأ من تلك التي ظلت ضمن الشركات المدرجة في الدليل. ومما لا شك فيه أن النتائج المثيرة للحنق التي أظهرتها تلك العينات تشير إلى جودة مجموعة إصدارات "التكنولوجيا" بأسرها وتاريخها السعري. إن النجـاح الاسـتثنائي لشركة "آي بي إم" وبضع شـركات أخرى قليلة أدى إلى حدوث فيضان من عمليات الطرح العام لإصدارات جديدة فـي مجالاتـها كانت خسائرها محققة.

ملاحظات ختامية

مقدمة: الأهداف المرجوة من هذا الكتاب

1 - 1. "الورقة المالية غير المسجلة" هي سهم لم يسجل للبيع بهيئة الأسواق والأوراق المالية، ومن أجلها يقدم المشتري خطابًا ينص على أن عملية الشراء كانت من أجل الاستثمار.

2 - 2. ما سبق هو أرقام مؤسسة مودي لسندات شركة AAA وأسهمها الصناعية.

الفصل 1. الاستثمار في مقابل المضاربة: النتائج التي يتوقعها المستثمر الذكي

1 - 1. "بنجامين جراهام"، "ديفيد إل. دود"، "سيدنى كوتـل"، و"تشارلز تـاثام"، ماكجروهيل الطبعة الرابعة، 1962. أعيـد إصدار نسـخة مـن طبعـة 1934 لكتـاب *Analysis Security* (ماكجروهيل) في عام 1996.

2 - 2. مقتبس من *Investment and Speculation*، تأليف "لورينس تشامبرلين"، الذي تم نشره عام 1931.

3 - 3. اســتطلاع أجــراه مجلـس بنـك الاحتيـاطي الفيدرالي.

4 - 4. طبعة 1956، صفحة 8.

5 - 5. نفترض هنا فئة ضريبية عالية لمن يستثمر 40% تنطبـق علـى التوزيعـات و 20% تنطبـق علـى الأربـاح الرأسمالية.

الفصل 2. المستثمر والتضخم

1 - 1. كتب هذا قبل "تجميد" الرئيس "نيكسون" للسعر والأجر في أغسطس عام 1971، الذي أعقبه نظام التحكم " Phase 2 " الخاص به. هذه التطورات المهمة قد تبدو كتأكيد لوجهات النظر المذكورة عاليه.

2 - 2. وفقا لمؤشر ستاندرد آند بورز بلغ معدل ربح 425 سهم صناعيًا حوالي 11.5 % على قيمة الأصول؛ نظرًا دمج شركة آي بي إم الضخمة ذات الأرباح الوفيرة، والتي لم تكن واحدة من إصدارات مؤشر داو جونز الثلاثين.

3 - 3. خطة أصدرتها شركة أمريكان تليفون آند تليجراف في عام 1971 تشير إلى أن معدلات رسوم الخدمات التليفونية السكنية كانت إلى حد ما أقل في عام 1970مقارنة بعام 1960.

4 - 4. ورد بصحيفة *Wall Street Journal* ، عدد أكتوبر 1970 .

الفصل 3. قرن من تاريخ سوق الأسهم: مستوى أسعار الأسهم في أوائل عام 1972

1 - 1. كل من ستاندرد آند بورز و داو جونز لديه معدلات منفصلة لشركات المرافق العامة والمواصلات (خاصة السكك الحديدية). منذ عام 1965 حسبت بورصة نيويورك مؤشرًا يمثل حركة كل أسهمها العامة

المدرجة.

2 - 2. قام بها مركز البحوث في أسعار الأوراق المالية التابع لجامعة شيكاغو، بمساعدة مؤسسة تشارلز إي. ميريل.

3 - 3. كتب ذلك لأول مرة في أوائل عام 1971 عندما بلغ مؤشر داو جونز 940 نقطة. وجهة النظر المناقضة والتي كانت سائدة بـ وول ستريت قد أثبتت بدراسة تفصيلية حققت تقييمًا متوسطًا بلغ 1520 بالنسبة لداو جونز في 1975، وقد يتفق ذلك مع القيمة المخصومة والتي بلغت حوالي 1200 في منتصف عام1971. وفي مارس 1972 بلغ داو جونز مرة ثانية 940 نقطة بعد هبوط إلى 798. مرة ثانية "جراهام" كان محقًّا، "فالدراسة التفصيلية" التي يذكرها كانت متفائلة جدًّا بالعقد بأكمله: متوسط داو جونز الصناعي لم يغلق عند أعلى من 1520 نقطة حتى13 ديسمبر 1985!

الفصل 4. السياسة العامة للمحافظ الاستثمارية: المستثمر المتحفظ

1 - 1. يمكن الحصول على عائد أعلى معفي عنه من الضرائب، ويتمتع بأمان كافٍ، من سندات العائد الاستثماري ، والتي تعد وافدًا جديدًا وسط الاختراعات المالية. وهي قد تجذب انتباه المستثمر المغامر على وجه الخصوص.

الفصل 5. المستثمر المتحفظ والأسهم العادية

1 - 1. *Practical Formulas for Successful Investing* ، دار ويلفرد فانك للنشر، 1953.

2 - 2. في المناهج الحسابية الحالية المتعلقة بالقرارات الاستثمارية، أصبح من المعتاد تعريف "المخاطرة" وفقًا لتنوعات متوسط السعر أو "تقلب الأسعار". انظر على سبيل المثال *An Introduction to Risk and Return* تأليف "ريتشارد إيه. بريلي"، إم. آي. تي. بريس"، 1969؛ حيث ستجد أن هذا الاستخدام لكلمة "مخاطرة" أكثر ضررا منه إفادة لقرارات الاستثمار الصحيح - لأنه يؤكد بدرجة كبيرة على تقلبات السوق.

3 - 3. انطبق هذا المعيار في عام 1971 على الشركات الـ 30 المدرجة بمؤشر داو جونز.

الفصل 6. سياسة الحافظة الاستثمارية للمستثمر المغامر: الأسلوب السلبي

1 - 1. في عام 1970 واجهت شركة ميلواكي عجزًا كبيرًا، وقامت بتأجيل دفع الفوائد على سندات الدخل الخاصة بها، كما تدنى سعر السندات البالغة 5% إلى 10 نقاط.

2 - 2. على سبيل المثال: بيعت أسهم شركة سيتيز سيرفيس الممتازة التي تبلغ قيمتها 6 دولارات بقيمة منخفضة بلغت 15 نقطة في عام 1937 و 27 في عام 1943، عندما بلغت التراكمات 60 دولارًا للسهم. وفي عام 1947 تم عزلها عن طريق استبدالها 196.50 دولار ل

3% من السندات لكل سهم، وبيعت عند 186 نقطة.

3 - 3. تشير دراسة إحصائية مفصلة أجريت تحت إشراف المكتب القومي للبحث الاقتصادي أن الوضع كان هكذا بالضبط. يشير "جراهام" إلى كتاب "دابليو. برادوك هيكمان" *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (برينستون يونيفيرستي بريس، 1958). لقد ألهم كتاب "هيكمان" فيما بعد "مايكل ميلكان" ليقدم سندات تمويلية ضخمة للشركات ذات الائتمان الأقل من الجنيه الإسترليني؛ مما ساعد على انتشار ظاهرة شراء حصص الشركة بالكامل وهوس الاستيلاء العدواني على الشركات؛ وذلك في أواخر فترة الثمانينيات.

4 - 4. أثبتت عينة توضيحية لـ 41 من هذه الإصدارات المأخوذة من دليل أسهم مؤشر ستاندرد آند بورز أن خمسة منها قد فقدت 90% أو أكثر من أسعارها المرتفعة ، و30 فقدت أكثر من النصف، والمجموعة بأكملها قد فقدت ما يقرب من الثلثين. ومن المؤكد أن العديد من الإصدارات غير المدرجة بدليل الأسهم قد واجهت تدنيًا أكبر بشكل عام.

الفصل 7. سياسة الحافظة الاستثمارية للمستثمر المغامر: الجانب الإيجابي

1 - 1. انظر على سبيل المثال: كتاب "لوسيل توملنسون" "*Practical Formulas for Successful Investing*" وكتاب "سيدني كوتل" و"دابليو. تي ،

ويثمان" *Investment Timing: The Formula*

Approach" 1953 كلاهما نشر عام.

2 - 2. لا تستطيع الشركة ذات السجل العادي أن توصف بأنها شركة نمو أو "سهم نمو" بدون تشويش المصطلح؛ لمجرد أن مؤيدها يعتقد أنها ستؤدي بشكل أفضل من المتوسط في المستقبل. إنها مجرد "شركة واعدة". يشير "جراهام" إلى نقطة دقيقة ومهمة: لو أن تعريف سهم النمو هو الشركة التي ستنمو في المستقبل، فهذا ليس بتعريف على الإطلاق، بل مجرد أمنية؛ فالأمر أشبه بإطلاق مسمى "الأبطال" على فريق رياضي قبل انتهاء الموسم. هذا التمني مستمر حتى الآن؛ وسط الصناديق المشتركة، حافظات النمو الاستثمارية تصف أسهمها باعتبارها شركات"من المحتمل أن تحقق نموًّا فوق المتوسط" أو "يتوقع منها تحقيق نمو في الأرباح". لكن التعريف الأفضل قد يكون أنها الشركات التي زاد صافي ربحها للسهم وفقًا للمتوسط السنوي على 15% على الأقل على مدار 5 سنوات متتالية. (وانطباق هذا التعريف على شركة معينة في الماضي لا يعني أنه سينطبق عليها في المستقبل).

3 - 3. انظر الشكل 7-1.

4 - 4. إليك قولين من الأقوال المأثورة السائدة بوول ستريت والتي تنصح بتلك المبيعات: "ما من شجر ينمو بالجحيم" و "قد يتمكن الكفيف والأصم من جمع ثروة أما الأحمق فلن يقدر على ذلك".

5 - 5. هناك دراستان متوافرتان. الأولى قام بها "إتش. جيه. شنيدر" أحد طلابنا وهي تغطى الفترة بين عامي 1917-1950 ونشرت في يونيو 1951 في جريدة

أما الثانية فقد أجراها "دريكسيل . Journal of Finance
فايرستون"، وأعضاء بورصة نيويورك، وهي تغطي الفترة من عام 1933.1969. والمعلومات المقدمة هنا تم عرضها بعد الحصول على إذن منهم.

6 - 6. انظر ص. 393ـــ395 للاطلاع على 3 أمثلة للمواقف الخاصة الموجودة عام 1971.

الفصل 8. المستثمر وتقلبات السوق

1 - 1. ربما باستثناء خطط توسيط التكلفة الدولارية التي بدأت بمستوى سعري معقول.

2 - 2. لكن وفقا لـ "روبرت إم. روس"، والسلطة بنظرية داو، فإن آخر إشارتين للشراء ظهرتا في ديسمبر 1966 وديسمبر عام 1970 كانتا أقل من نقاط البيع السابقة.

3 - 3. أعلى ثلاثة تصنيفات للسندات والأسهم الممتازة هو Aaa ، و Aa ، و A ، المستخدمة من قبل شركة مودي و A ، AA ، AAA التابعة لمؤشر ستاندرد آند بورز. وهناك تصنيفات أخرى وصولا إلى الحرف D .

4 - 4. هناك بعض من يتبنون هذه الفكرة بالفعل في أوروبا - مثل مؤسسات الطاقة الكهربائية المملوكة للدولة والتي تهتم بـ "التعويم المضمون لمعدل القروض" المستحقة في 1980. في يونيو 1971 أعلنت في نيويورك أن معدل الفائدة السنوي المدفوع للأشهر الستة القادمة سيبلغ 8.125 %.

مثل هذا الترتيب المرن كان مدرجًا "بسندات 7% - 8%" بنك تورونتو دومينيون. المستحقة عام 1991

والمقدمة في يونيو 1971. تلك السندات تساوي 7% في يوليو 1976 و 8% بعد ذلك، لكن المالك لديه حق اختيار الحصول على رأسماله في يوليو 1976.

الفصل 9. الاستثمار في صناديق الاستثمار

1 - 1. يتم تحديد رسوم المبيعات عالميًا كنسبة مئوية من ثمن البيع، الذي يتضمن الرسوم التي تبدو أقل إذا ما تم تطبيقها على قيمة صافي الأصول. ونحن نعتبر هذا خدعة بيع لا تستحق الانتماء لهذا المجال المحترم.

2 - 2. كتاب *The Money Managers* تأليف "جيه. إي. كابلان" و "سي. ويليز"، راندوم هاوس، 1969.

3 - 3. انظر تعريف الورقة المالية أو "الأسهم" غير المسجلة ص 579.

4 - 4. عنوان كتاب نشر أولًا عام 1852. وقد وصف هذا الكتاب أصوات البحر الجنوبي والولع بأزهار التوليب، وغيرها من الأمور التي كانت منتشرة في الماضي. وقد قام "برنارد إم. باروش"، المضارب الوحيد الذي يحقق نجاحا مستمرًا، بإعادة طباعته في عام 1932. نشر كتاب "تشارلز ماكاي" *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (مترو بوكس، نيويورك، 2002) لأول مرة عام 1841. ولم يكن سهل القراءة ولا شديد الدقة دائما، إنه عبارة عن نظرة موسعة على كيفية إيمان عدد كبير من الناس بأمور سخيفة على سبيل المثال، أن الحديد يمكن تحويله إلى ذهب، وأن الماس غالبا ما يكتشف مساء يوم الجمعة، وأنه من الممكن أن تحقق الثراء سريعا في البورصة.

لمزيد من الوصف الواقعي يمكنك الاطلاع على كتاب "إدوارد شانسلور" *Devil Take the Hindmost* (فارا، ستراوس وجيروكس، نيويورك، 1999)، ولقراءة أسهل يمكنك الاطلاع على كتاب "روبرت مينشيل" *Markets Mobs and Mayhem: A Modern Look at the Madness of Crowds* (جون ويلي آند سنز، نيويورك، 2002).

الفصل 10. المستثمر ومستشاروه

1 - 1. تتـم الاختبـارات فـي معهد المحللـين المـاليين المعتمـدين والـذي يعتبـر ذراعًا لفيـدرالية المحللين الماليين التي تتألف من شخصيات عريقة بما يزيد على 50 ألف عضو.

2 - 2. فرض حجم تداول مؤشر نيس بعض القواعد الصـارمة المتعلقـة بالقيمـة (عـرفت باسـم haircuts) والتـي صـممت خصيصًا لتقليـل هذا الخطر، لكن من الواضح أنها لم تُفِدْ بدرجة كافية.

3 - 3. من الممكن أن تباع العروض الجديدة الآن من خـلال نشـرات الاكتتـاب التـي تعد وفقًا لقواعـد هيئة الأسواق والأوراق المالية. تلك الوثيقة يجب أن توضح كل الحقائق المتعلقة بالإصدار وصاحبه، ومن الملائم أن يتـم إبـلاغ المسـتثمر المتعقل بطبيعة الأوراق الماليـة المقـدمة لـه. غـير أن كثـرة البيـانات المطلوبـة عـادة ما تجعل المنشور يطول. ومن المتفق عليه أن نسبة قليلة من الأفراد الذين يشترون الإصدارات الجديدة يقرأون هذا المنشور بتمعن، ومن ثم فإنهم ما زالوا يتصرفون

مستلهمًا عن طريق فكرة تقسيم السهم التي انتشرت عام 1963 وحده - ظاهرة غير مسبوقة لشركة كبرى. وفي بداية الثمانينيات، تحت إشراف "لي لاكوكا"، تمكنت مؤسسة كرايسلر من التغلب على أزمة الإفلاس وأصبحت واحدة من أهم الأسهم بأمريكا. على الرغم من ذلك، فإن تحديد المديرين الذين يمكنهم قيادة الشركات حتى تستعيد مكانتها ليس بالأمر السهل. عندما قام "آل دونلاب" بالاستحواذ على شركة سنبيم في عام 1996بعد إعادة هيكلة شركة سكوت بيبر (ودفع سهمها ليصل سعره إلى أكثر من 225% في 18 شهرًا)، رحبت به وول ستريت باعتباره شخصية عبقرية. لكن فيما بعد ظهر أنه متلاعب، وقد استخدم حسابات غير صحيحة وبيانات مالية مزيفة لتضليل مستثمري سنبيم - بما في ذلك المديران الماليان "مايكل برايس" و "مايكل ستين هارديت"، اللذان قاما بتعيينه. لتحليل دقيق لما قام به "دونلاب"، يمكنك الاطلاع على كتاب "جون إيه. بيرن" *Chainsaw* (هاربركولينز، نيويورك، 1999).

7 - 7. لاحظ أننا لم نشر إلى أن هذه الصيغة تقدم "القيمة الحقيقية" لنمو السهم، بل مجرد أنها تقرب النتائج المتعلقة بالحسابات الأكثر تعقيدا.

الفصل 12. أشياء يجب وضعها في الحسبان

عند النظر إلى ربحية السهم

1 - 1. الطريقة التي نوصي بها في التعامل مع تخفيف الصك قد تمت مناقشتها من قبل. نحن نفضل اعتبار

القيمة السوقية للصكوك إضافة للسعر السوقي الحالي للسهم العادي ككل.

الفصل 13. مقارنة أربع من الشركات المدرجة في البورصة

1 - 1. في مارس عام 1972 بيعت شركة إمري بمبلغ يفوق أرباحها عام 1971 بـ 64 مرة!

الفصل 14. اختيار الأسهم التي تناسب المستثمر المتحفظ

1 - 1. بسبب عمليات تجزئة الأسهم الضخمة على مدار السنوات، فإن متوسط السعر الحقيقي لداو جونز كان حوالي 53 دولارًا للسهم في بداية عام 1972.

2 - 2. عام 1960 اثنتان فقط من الـ 29 شركة فشلتا في جعل الأصول الجارية تساوي ضعف الخصوم الجارية، واثنتان فقط فشلتا في امتلاك صافي أصول جارية تفوق ديونهما. ومع حلول ديسمبر عام 1970، زاد الرقم في كل فئة من 2 إلى 12.

3 - 3. لكن لاحظ أن موقفهم جميعًا تجاه السوق منذ ديسمبر 1970 وحتى أوائل 1972 كان أضعف من موقف داو جونز. وهذا يظهر مرة ثانية أنه ما من نظام أو صيغة سوف تضمن نتائج سوقية ممتازة. إن متطلباتنا "تضمن" فقط أن من سيشتري الحافظة المالية سوف يحصل على ما يساوي قيمة أمواله التي

دفعها.

4 - 4. من ثم يجب أن نستثني معظم أسهم خطوط أنابيب الغاز، بما أن هذه الشركات تكون مضمونة بدرجة كبيرة. إن مبرر هذا التركيب هو البنية التحتية لعقود الشراء التي "تضمن" دفع الرسوم، لكن الاعتبارات هنا قد تكون معقدة للغاية بالنسبة لاحتياجات المستثمر المتحفز.

الفصل 15. اختيار المستثمر المغامر للأسهم

1 - 1. *Mutual Funds and Other Institutional Investors : A New Perspective*، "تأليف "إروين فريند"، "إم. بلوم"، و"جيه. كروكيت"، ماكجروهيل، 1970. يجب أن نضيف أن نتائج الفترة من 1966-1970 الخاصة بالعديد من الصناديق التي درسناها كانت إلى حد ما أفضل من نتائج أسهم ستاندرد آند بورز 500، وكذلك أفضل من نتائج مؤشر داو جونز.

2 - 2. ملاحظة شخصية: قبل عدة سنوات من إشعال سوق الأوراق المالية بمنتجات هذه الشركة بعينها كان المؤلف يعمل "نائب المدير المالي" بها براتب بلغ حوالي 3.000 دولار سنويًا. حينها كانت حقًا تعمل بمجال الألعاب النارية. وفي بداية عام 1929 أصبح "جراهام" نائب المدير المالي بشركة يونيكسيلد مانيوفكتورنج، أضخم شركة تصنع الألعاب النارية بالدولة. وفيما بعد أصبحت هذه الشركة (يونيكسيلد مانيوفكتورنج) شركة كيميائية متنوعة، ولم تعد موجودة بصورة مستقلة.

3 - 3. الدليل لا يوضح المضاعفات فوق 99 نقطة.

فمعظمها قد يكون أنماطًا حسابية غريبة ناتجة عن الأرباح التي تزيد على نقطة الصفر.

الفصل 16. الإصدارات القابلة للتحويل وصكوك الاكتتاب

1 - 1. هذه النقطة تم توضيحها بشكل مفصل من خلال عرض إصدارين لشركة فورد موتور فاينانس في نوفمبر 1971. أحدهما كان سندَ 20 عامًا غير قابل للتحويل بعائد بلغ 7.5%. وكان سند 25 عاما وهو خاضع للسند الأول وعائده يبلغ 4.5 % فقط، لكنه تم تحويله إلى سهم من أسهم شركة فورد، وهو أمر يعارض سعرها في ذلك الوقت البالغ 68.5. للحصول على امتياز التحويل تخلى المشتري عن 40% من الدخل وقبل بموقف الدائن من المرتبة الثانية.

2 - 2. لاحظ أنه في أواخر عام 1971 بيع سهم شركة ستودبيكر ورثنجتون العادي بسعر منخفض عند 38 نقطة في حين أن السهم الممتاز الذي يبلغ سعره 5 دولارات بيع عند 77 نقطة. ومن ثم اتسع الهامش من 2 إلى 20 نقطة خلال العام؛ مما أوضح مرة ثانية الرغبة في مثل هذه التحويلات وكذلك نزعة سوق الأوراق المالية لتجاهل الحسابات. (بالمصادفة الزيادة البسيطة للسهم الممتاز على السهم العادي في ديسمبر عام 1970 قد ارتفعت بسبب توزيعاتها الأعلى).

الفصل 17. أربعة أحداث تاريخية غاية في

الأهمية

1 - 1. انظر، على سبيل المثال، مقال Six Flags at Half Mast بقلم د. "إيه. جيه. بريلوف"، مجلة بارونز، عدد ، 11 يناير 1971.

الفصل 18. مقارنة ثمانية أزواج من الشركات

1 - 1. سيتذكر القارئ ما ذكر في الفصل 17 من أن شركة *AAA* ، إنتربرايزس حاولت دخول هذا المجال، لكنها سريعًا ما فشلت. وهنا يقدم "جراهام" ملاحظة عميقة ومتناقضة: كلما جمعت الشركة الكثير من الثروة، زاد احتمال مواجهتها لمنافسة جديدة، ما دامت عوائدها المرتفعة تشير بوضوح إلى أنه سيتم الحصول على أموال سهلة، ومن ثم فإن المنافسة الجديدة ستؤدي إلى أسعار وأرباح أقل. هذه النقطة الحاسمة تجاهلها مشتري أسهم الإنترنت المتحمسين والذين اعتقدوا أن الرابحين الأوائل سوف يدعمون مصلحتهم إلى أجل غير مسمى.

الفصل 19. المساهمون والإدارة: سياسة التوزيعات

1 - 1. أثبتت الدراسات التحليلية أنه في الحالة المثالية يكون للدولار الذي يدفع في شكل توزيعات نتيجة

إيجابية على سعر السوق تعادل أربعة أضعاف نتيجة الدولار الذي ليس له أرباح موزعة. لقد تم توضيح هذه النقطة عن طريق مجموعة المنفعة العامة لعدة سنوات قبل عام 1950. إن إصدارات توزيع الأرباح المنخفضة بـيعت بمضـاعفات ربـح منخفضـة، وثبـت أنـها تتمتـع بجاذبية خاصة نظرًا لأن توزيعاتها قد تقدمت فيما بعد. منـذ عـام 1950 أصبحت معدلات تـوزيع الأرباح أكثر انتظامًا.

الفصل 20 . "هامش الأمان" كمفهوم استثماري جوهري

1 - 1. هـذه الحجـة يـدعمها مقـال "بـول هـالينجبي" Speculative Opportunities in Stock-Purchase Warrants ، جريـدة أناليسـتس جورنـال، ربع السـنة الثالث، 1947.

الخاتمة

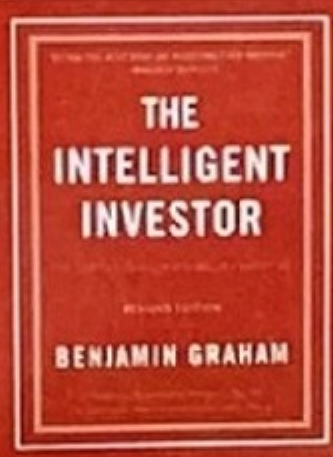
1 - 2. الصدق يتطلب الاعتراف بأن الاتفاق قد أخفق على الأغلب لأن الشركاء أرادوا ضمانا بأن سعر الشراء قـد يكـون 100% وسـتغطيه قيمـة الأصـول. إن 300 مليون دولار مستقبلية أو أكثر في أرباح السوق تحولت إلى 50 ألف دولار من البنود الحسابية؛ فالحظ وحده كان السبب وراء حصولهم على ما أصروا عليه.

الملاحق

1 - 1. عنوان "بنجامين جراهام" قبل الاتفاقية السنوية للاتحاد الوطني الفيدرالي لمجتمعات المحللين الماليين، مايو 1958.

شكر وتقدير من جاسون زفايج

أشعر بخالص الامتنان إلى كل من ساعدني على تحديث عمل جراهام، ومن بينهم: إدوين تان من دار هاربركولينز للنشر؛ فوجهات نظره وطاقته المتأججة أسهمت في خروج هذا العمل للنور؛ وكذلك روبرت سافيان، ودينيس مارتن، وإريك جلمان من مجلة *Money* ، الذين دعموا محـــاولتي بحماسـهم وصـبرهم ومسـاندتهم غـير المشروطة؛ ووكيلي الأدبي، جون دابليو. رايت؛ و تارا كالوارسكي من مجلة *Money* . كما أنني حصلت على أفكار رائعة وقراءات هامة من ثيودور أرونسون، كيفين جونسون، مارثا أورتيز، وفريق عمل شركة أرونسون وجونسون وأورتيز؛ وبيتر إل. بيرنشتاين رئيس شركة بيتر إل. بيرنشـتاين؛ ويليـام بيرنشـتاين من مؤسـسة إيفيشـيانت فـرونتير أدفـيزورز؛ جـون سـي. بوجـل، مؤسس مجموعة فانجارد؛ تشارلز دي. إليس، المشارك في تأسيس مؤسسة جرينويتش أسوسيتس؛ ولورنس بي سيجيل، مدير أبحاث سياسة الاستثمار بمؤسسة فورد. وأشعر أيضًا بالامتنان إلى وارن بافيت، نينا مانك، وفريق عمل مؤسسة تايم، ومركز الأبحاث والمعلومات التجارية، ومارتن فريدسون الرئيس التنفيذي بمؤسسة فريدسونفيجن، وهاوارد شيليت رئيس مركز الأبحاث المالية والتحليل، وروبرت إن. فيريس المحرر والناشر، دانيل جيه. فاس من مؤسسة لوميس سيلز آند كو، إف. باري نيلسون من مؤسسة أدفينت كابتيل مانيجمنت، فـريق عمـل متحـف التـاريخ المالي الأمريكي، برايان ماتس و جاس سوتر من مجموعة فانجارد، جيمس



بيع من هذا الكتاب أكثر من مليون نسخة بغلاف مقوى.

والآن، ولأول مرة تتوافر منه طبعة ذات غلاف ورقي!

تمت إضافة بعض الحواشي للنص القديم من أجل تحديث نصائح وحكم "جراهام" القيمة حتى تتناسب مع ظروف السوق المعاصرة.

قام "بنيامين جراهام"، أعظم مستشار مالي في القرن العشرين، بتعليم وإلهام ملايين الأشخاص في جميع أنحاء العالم. إن فلسفة "جراهام" الخاصة بـ "الاستثمار القائم على مبدأ القيمة"، والتي تحمي المستثمرين من الوقوع في الأخطاء الفادحة وتعلمهم كيفية وضع استراتيجيات طويلة المدى، جعلت من هذا الكتاب مرجعا لسوق الأسهم منذ بداية نشره في عام 1949.

وقد أثبتت تطورات السوق عبر السنين صحة وحكمة إستراتيجيات "جراهام". وتحتوي هذه الطبعة، إلى جانب حفاظها على النص الأصلي، على تعليقات حديثة للصحفي المالي اللامع "جاسون زفايج"، والتي تمزج بين تاريخ سوق الأسهم في الماضي وبين واقع وحقائق سوق الأسهم اليوم. وقد قام أيضا بتقديم أمثلة من الأحداث المالية الجارية في عالمنا المعاصر والتي تناظر الأمثلة التي ساقها "جراهام" مما يتيح للقراء قدرة أكبر على فهم كيفية تطبيق مبادئ "جراهام". إن هذه الطبعة التي لا غنى عنها هي بكل تأكيد أهم كتاب يمكنك قراءته لتعرف كيف تبلغ أهدافك المالية.

"هذا الكتاب يعرض لأهم مبادئ منهج "جراهام" الاستثماري الذي حقق نجاحا باهرا وحظي بشعبية طاغية" — مجلة "*Money*"

بنيامين جراهام (1894 - 1976)، هو مؤسس الاستثمار القائم على مبدأ القيمة، والذي كان مصدرا لإلهام الكثير من رجال الأعمال الناجحين في عصرنا هذا. ومن مؤلفاته الأخرى *Security Analysis* و *The Interpretation of Financial Statements*

جاسون زفايج، صحفي بارز في مجلة "*Money*"، وكاتب عمود في جريدة "*Time*"، وأمين متحف التاريخ المالي الأمريكي، ورئيس تحرير سابق لمجلة "*Forbes*"، وقد بدأ يكتب عن الاستثمار منذ عام 1987.





